Feller Rate
Calificadora de Riesgo

Superintendencia de Valores
Departamento de Registro
Comunicaciones de Entradas
17/08/2017 3:17 PM m.manzano
59880

INFORME DE CALIFICACION

DOMINICAN POWER PARTNERS

AGOSTO 2017

INFORME DE CALIFICACION

Superintendencia de Valores
Departamento de Registro
Comunicaciones de Entradas
17/08/2017 3:17 PM m.manzano
59880

Feller Rate
Calificadora de Riesgo | Dominicana

DOMINICAN POWER PARTNERS

INFORME DE CALIFICACIÓN - AGOSTO 2017

	Jul. 2017	Ago. 2017
Solvencia	AA-	AA-
Perspectivas	Estables	Estables

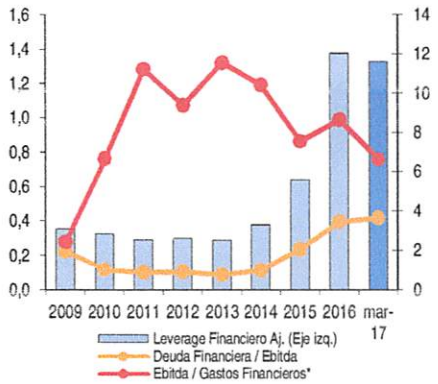
** Detalle de calificaciones en Anexo.*

Indicadores Relevantes (Combinación AES Andrés – DPP)

	2015	2016	mar-17*
Margen operacional	27,4%	29,5%	15,1%
Margen Ebitda	32,1%	34,6%	19,3%
Endeudamiento total	0,9	1,6	1,6
Endeudamiento financiero	0,6	1,4	1,3
Ebitda / Gastos financieros	7,6	8,6	6,6
Deuda financiera / Ebitda	2,1	3,5	3,6
Deuda financiera neta / Ebitda	1,0	2,9	3,1
FCNO / Deuda Financiera	75,0%	2,4%	55,7%
Liquidez corriente	3,2	2,1	1,8

**Estados Financieros interinos, no auditados. Con indicadores anualizados donde corresponda.*

Evolución endeudamiento e indicadores de solvencia de entidad combinada



** Endeudamiento financiero ajustado considera, entre 2009 y 2013, deuda subordinada con los controladores como parte del patrimonio, debido a que, en 2014, este crédito fue efectivamente capitalizado.*

Fundamentos

La calificación "AA-" asignada a los bonos corporativos garantizados de Dominican Power Partners (DPP) se fundamenta en la solvencia de la unidad económica y de negocios integrada AES Andrés-DPP, producto de la existencia de estructuras relacionadas de propiedad, administración y contratos comerciales, además de garantías cruzadas entre DPP y AES Andrés B.V. (AES Andrés).

La solvencia responde a la posición relevante de AES Andrés-DPP en el mercado energético de República Dominicana, con contratos de venta de energía de largo plazo indexados a los costos del combustible y calzados con sus contratos de suministro. Asimismo, considera el respaldo de sus controladores y una sólida posición financiera, gracias a una robusta posición de liquidez y un moderado endeudamiento, estructurado en el largo plazo.

En contrapartida, la calificación está limitada por su participación en una industria atomizada y competitiva, inserta en el sistema eléctrico nacional, con problemas estructurales que generan, en las empresas distribuidoras, una dependencia de los subsidios del Estado.

DPP, junto con AES Andrés y EGE Itabo, son controladas por The AES Corporation, calificado "BB" en escala global, una de las mayores empresas de energía e infraestructura a nivel mundial, cuya experiencia representa un fuerte soporte a nivel operativo.

DPP posee una central de 236 MW con dos turbinas generadoras, convertidas para usar GNL, el cual se provee mediante un contrato con AES Andrés que vence en 2023, utilizando un gaseoducto que une ambas plantas.

Al vencimiento del contrato entre DPP y la distribuidora EDE Este, el 1° de agosto de 2016, entró en operación un contrato con CDEEE ligado a EDE Norte, con término en 2022, denominado en dólares e indexados a los costos de combustibles.

DPP ha finalizado el proceso de adecuación de su planta a ciclo combinado, para iniciar la operación comercial durante agosto. Ello le permite alcanzar los 350 MW de potencia y una mayor eficiencia.

La emisión de bonos corporativos garantizados tiene como principal uso de fondos el refinanciamiento del crédito sindicado por hasta US$ 260 millones, con garantía de AES Andrés, utilizados para financiar esta inversión.

Por su parte, DPP y AES Andrés, en conjunto, más EGE Itabo, emitieron en mayo de 2016 un bono 144-A, en el mercado de Estados Unidos de Norteamérica, por US$ 370 millones, donde US$ 270 corresponden a AES Andrés-DPP.

En consecuencia, a marzo de 2017, el endeudamiento financiero crece respecto a lo observado en periodos anteriores, lo que implicó coberturas de deuda financiera sobre Ebitda por sobre lo observado previamente.

Perpectivas: Estables

Las perspectivas consideran que, producto del proceso de inversión, los indicadores volverían a rangos históricos una vez iniciada la operación de las nuevas instalaciones en 2017.

FACTORES SUBYACENTES A LA CALIFICACION

Otros Factores

- Debido a las estructuras relacionadas de propiedad, administración y contratos comerciales, se considera la combinación AES Andrés-DPP como una unidad operacional.
- La existencia de garantías cruzadas para la deuda financiera y emisiones conjuntas entre ambas empresas implica que la solvencia de éstas sea interdependiente.

Fortalezas

- Relevante posición de la unidad AES Andrés-DPP en el mercado.
- Presencia de contratos de largo plazo, con indexadores asociados al combustible.
- Contrato de largo plazo para suministro de combustible.
- Fuerte soporte a nivel operativo de AES Corp., una de las empresas de energía más importante del mundo.
- Robusta posición de liquidez y moderado endeudamiento, estructurado en el largo plazo.

Riesgos

- Exposición al Sistema eléctrico de República Dominicana, que posee problemas estructurales a nivel de distribución.
- Exposición a la volatilidad del precio internacional del GNL.
- Industria altamente atomizada, intensiva en capital y que enfrenta competencia por autogeneración de grandes consumidores.
- Riesgo de eventos climáticos, moderado por diversificación geográfica Andrés-DPP.
- Alto retiro histórico de dividendos.

Analista: Camilo Jara C.
camilo.jara@feller-rate.com
(562) 22757-0454

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate.

Solvencia	AA-
Perspectivas	Estables

Propiedad

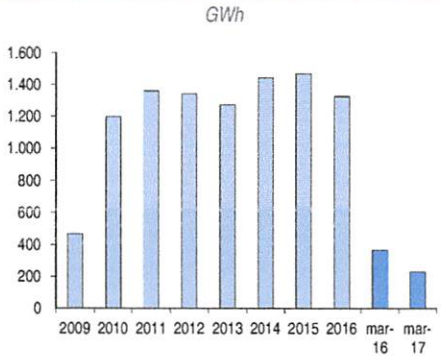
DPP es controlada en un 100%, de manera directa e indirecta por AES Hispaniola Holdings II B.V., vehículo de inversión bajo las leyes de Holanda, que, a su vez, es controlado directa e indirectamente por The AES Corporation, con el 90% de la propiedad. El 10% restante fue adquirido durante 2014, por el Grupo Estrella (5%) y Grupo Linda (5%), importantes grupos empresariales dominicanos.

Bajo AES Hispaniola Holdings II se agrupan las operaciones de generación eléctrica de AES en República Dominicana.

The AES Corporation (AES Corp.) es una de las empresas globales de energía e infraestructura más importante del mundo, con calificación de riesgo "BB" con perspectivas "Estables" en escala global.

El controlador brinda un adecuado respaldo operativo a la compañía otorgando acceso a contratistas y proveedores internacionales, junto con acceso a financiamiento internacional para "Project Finance".

Despacho de Energía DPP



PERFIL DE NEGOCIOS *Satisfactorio*

Dominicana Power Partners (DPP), en conjunto con AES Andrés B.V. (AES Andrés) y Empresa Generadora de Electricidad Itabo, S.A. (Itabo), forma parte de las empresas generadoras de electricidad del grupo AES Corp. en República Dominicana.

Unidad económica de negocios integrada entre AES Andrés y DPP

A juicio de Feller Rate, el análisis del Perfil de Negocios de DPP no puede hacerse sin considerar los distintos factores que lo unen con AES Andrés en una única unidad de negocios.

— ESTRUCTURAS RELACIONADAS DE PROPIEDAD Y ADMINISTRACIÓN

DPP y AES Andrés son filiales de AES Hispaniola Holdings II y forman parte, en conjunto con Itabo (50% de las acciones) de la subdivisión de empresas de generación eléctrica de República Dominicana, la que, a su vez, forma parte de la división territorial México, Central América & The Caribbean (MCA&C) de AES Corp.

La gestión comercial, administrativa y financiera de las empresas de generación de República Dominicana se realiza de manera centralizada bajo los lineamientos de las distintas estructuras locales y regionales de AES Corp, tanto en el país, como en Panamá.

— ESTRUCTURAS CONTRACTUALES

Entre AES Andrés y DPP existen relaciones contractuales que unen fuertemente sus operaciones en una unidad.

DPP posee contratos de suministro de gas natural licuado (GNL) con AES Andrés, único proveedor de este combustible en el mercado dominicano, y de transporte del gas, mediante el uso de un gaseoducto de 34,5 km que conecta las instalaciones de DPP con el terminal de regasificación y depósitos que posee AES Andrés en Boca Chica.

El contrato de suministro de DPP con AES Andrés es por hasta 18,25 TBTU por año, con vencimiento en 2023, calzado con el contrato que posee AES Andrés con British Petroleum (BP), a través de la sociedad relacionada ABS, para el abastecimiento de su terminal de GNL.

Adicionalmente, DPP posee un acuerdo de compra con AES Andrés para respaldar la cobertura de su contrato de venta de energía (desde junio 2005 con precios spot como valor de transferencia), debido a que DPP posee una tecnología menos eficiente y, en periodos anteriores, presentaba bajos niveles de despacho.

A la fecha este convenio se encuentra suspendido para que AES Andrés pueda cubrir nuevos contratos de energía. Sin embargo, éste puede ser reactivado en cualquier momento previo acuerdo de las partes.

Fuerte posición en el mercado energético dominicano gracias a su capacidad instalada y bajos costos de generación

DPP posee una central de generación térmica convertida a gas natural, a partir de marzo de 2003, conformada por las unidades de generación Los Mina V y Los Mina VI, dos turbinas de ciclo abierto de 118 MW cada una, ubicadas en Santo Domingo.

Por su parte, AES Andrés posee una central de ciclo combinado a GNL de 319 MW instalados, que inició operaciones comerciales en diciembre de 2003 y se encuentra ubicada en el sector de Boca Chica.

De esta manera, la unidad AES Andrés-DPP posee una capacidad conjunta total de 555 MW, lo que representó un 14,8% de la capacidad instalada del Sistema Eléctrico Nacional Interconectado (SENI).

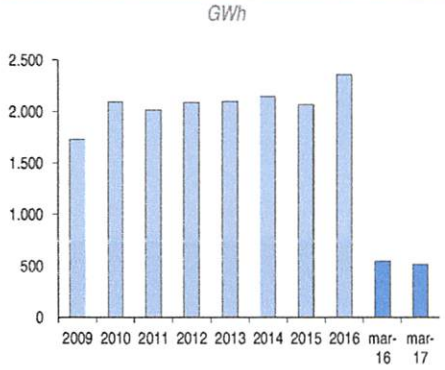
Desde el punto de vista de la generación, al ser AES Andrés y DPP plantas de alta eficiencia, se encuentran en una posición prioritaria para el despacho de energía en el SENI, por lo que en 2016 AES Andrés tuvo un factor de disponibilidad de 90,2% y DPP de 93,5%, lo que significó que en conjunto representaran un 24,7% de la generación total del sistema.

Adicionalmente, AES Andrés posee una terminal de gas natural licuado, con un puerto de desembarque, un tanque de almacenamiento, una planta de regasificación y el gasoducto que conecta la terminal con DPP.

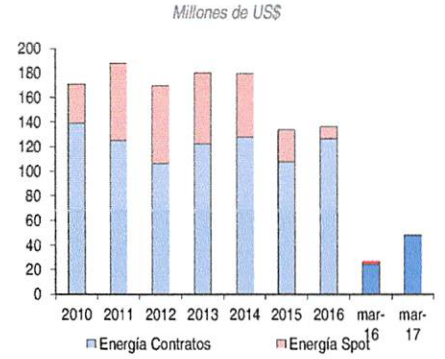
Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate.

Solvencia	AA-
Perspectivas	Estables

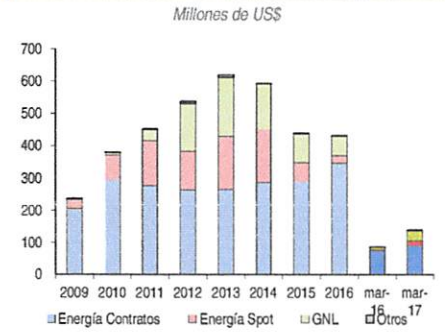
Despacho de Energía AES Andrés



Evolución de los ingresos DPP Individual



Evolución de los ingresos combinados



Estas instalaciones son las únicas de su tipo en República Dominicana, con una capacidad de almacenamiento de 160.000 m3 y de regasificación de 250.000 millones de BTU al día (equivalentes a lo requerido para generar potencialmente hasta el orden de 1.400 MW).

Conversión a ciclo combinado impactará en eficiencia

A partir de finales de 2014, DPP se encuentra en proceso de conversión de sus plantas de generación Los Mina V y Los Mina VI, dos turbinas de ciclo abierto, a ciclo combinado mediante generadores de vapor que no implicarán mayor consumo de combustible.

Esta operación implicará incrementar en 114 MW la potencia total de las plantas generadoras, pasando de 236 MW a 350 MW, con una mejoría relevante en la eficiencia, lo que le permitirá a DPP tener una competitividad similar a AES Andrés dentro del SENI, fortaleciendo su posición como generador de energía de base.

El monto total de la inversión se estima en US$ 273 millones, que se encuentran financiados mediante un crédito sindicado por hasta US$ 260 millones. DPP ha finalizado el proceso de adecuación de su planta a ciclo combinado, para iniciar la operación comercial durante agosto.

Presencia de contratos de largo plazo con indexadores otorga relativa estabilidad a sus márgenes

A nivel individual, al 31 de diciembre de 2015, un 92,8% de las ventas de energía de DPP se realizaban mediante un contrato PPA con la CDEEE, ligado a la demanda de EDE Norte. Este contrato comenzó con una potencia contratada de 210 MW, pasando a 270 MW en enero de 2017, lo que corresponde al 77% de la potencia que posee la planta después de la conversión a ciclo combinado, y tiene vigencia hasta el año 2022.

Por su parte, AES Andrés posee un contrato PPA con EDE Este, denominado en dólares de Estados Unidos de Norteamérica e indexados a los costos del combustible, con vencimiento en 2018. Este contrato tenía una potencia contratada de 150 MW, sin embargo, tras la licitación de las distribuidoras, a junio de 2017 fue reducido a 95 MW para servir los nuevos contratos.

Los contratos con las DISCOs fueron adjudicados vía licitación para suministrar 82,5 MW a EDE-Este, 82,5 MW a EDE-Norte y 110 MW a EDE-Sur desde abril de 2017 hasta abril de 2022.

Adicionalmente, AES Andrés posee contratos PPA, también denominado en dólares de Estados Unidos de Norteamérica e indexado a los costos del combustible, con 25 clientes no regulados, principalmente del sector industrial y dentro de los que se puede destacar Envirogold, empresa que opera la mina de oro Las Lagunas. Estos contratos implican una potencia contratada que suma 78,2 MW.

Por otra parte, AES Andrés posee contratos de ventas de GNL con múltiples empresas, dentro de los que se destacan generadores de energía y distribuidores, los cuales se encuentran denominados en dólares e indexados al costo del combustible.

De esta manera, el mix de ingresos de la combinación AES Andrés-DPP estaba conformado, al 31 de diciembre de 2016, por 80,4% de venta de energía por contratos PPA, un 5,1% por venta de energía en el mercado *spot* y por un 14,3% de venta de GNL.

Sistema eléctrico de República Dominicana dependiente de subsidios del Estado, implicando estrés financiero a los generadores

A mediados de la década de los años 90, se inició un proceso de reorganización del sector eléctrico dominicano, con el propósito de incorporar a inversionistas privados. Antes de ese proceso, toda la actividad de generación, transmisión y distribución eléctrica pertenecía al Estado Dominicano.

En una primera etapa, el Estado Dominicano firmó contratos de suministro eléctrico con productores privados independientes (PPIs). Posteriormente, se capitalizó a 2 empresas generadoras térmicas (EGE Haina y EGE Itabo) y a 3 empresas distribuidoras (EDE Este, EDE Sur y EDE Norte, que abarcan todo el mercado geográfico minorista), mediante la venta del 50% de sus acciones a inversionistas privados (incluyendo el control de la administración y operación), manteniendo el Estado Dominicano el 49% de las acciones de estas empresas. Además, el Estado Dominicano mantuvo la propiedad de los activos de generación hidroeléctrica y de transmisión.

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate.

Solvencia	AA-
Perspectivas	Estables

Todas estas participaciones son administradas a través del Fondo Patrimonial de las Empresas Reformadas (FONPER).

La normativa eléctrica establece tarifas reguladas para los sectores de transmisión y distribución, que mediante un cálculo técnico les permiten cubrir los costos y gastos de operación y rentar las inversiones realizadas en redes. La tarifa técnica definida para los distribuidores considera el traspaso de sus costos de generación (compras de energía y potencia) y de transmisión a los clientes finales, establece precios expresados en dólares y aplica una fórmula de indexación a combustibles e inflación. No obstante, desde 2003, debido a la crisis económica que comenzó a experimentar República Dominicana y el alza que presentó la tarifa técnica, el gobierno incorporó la aplicación de una tarifa fija de cobro a clientes finales, expresada en pesos dominicanos.

En 2004, el gobierno dominicano recompró la participación de privados en las empresas distribuidoras EDE Sur y EDE Norte y, en 2008, hizo lo propio con EDE Este.

Desde ese período, el segmento de distribución en República Dominicana se ha caracterizado por presentar altos niveles de pérdidas de energía, generadas principalmente por hurto de electricidad, que han fluctuado en niveles de 30% a 35%. Esta situación se ha traducido en que las compañías distribuidoras se han vuelto dependientes de los subsidios que puede entregar el Estado Dominicano, lo que a su vez ha impactado en las empresas generadoras por la mantención de un importante monto de facturación morosa, lo que se traduce en estrés financiero para las compañías, que deben enfrentar importantes desafíos para financiar el capital de trabajo que esto implica.

Pese a que los últimos gobiernos han tenido fuertes incentivos para apoyar y monitorear adecuadamente el desempeño del sector, debido a que su fortalecimiento es un aspecto relevante en los acuerdos de financiamiento del Estado Dominicano adquiridos con organismos multilaterales, el nivel de pago de facturas de las empresas distribuidoras a las generadoras se ha mantenido últimamente en un rango de 4 a 8 facturas atrasadas.

Sin embargo, a principios de septiembre de 2015, un conjunto de empresas generadoras realizó una operación de reconocimiento de deuda con las empresas distribuidoras y el Banco de Reservas de la República Dominicana, mediante el cual, estas empresas se comprometen a pagar la facturación adeudada a las empresas generadoras hasta el 30 de agosto, en un plazo de 5 años mediante cuotas mensuales pagaderas a partir de enero del año 2016.

Banco de Reservas actuó como administrador de la operación, controlando el pago en tiempo y forma de la deuda y la Corporación Dominicana de Empresas Eléctricas Estatales (CDEEE) se comprometió en notificar al Ministerio de Hacienda de la inclusión del servicio de la deuda en la partida del subsidio eléctrico en el Presupuesto General de la Nación.

Esta operación implicó un importante incremento de la caja y disminución de los días de cobro al cierre de 2015. Sin embargo en los periodos siguientes se observa un retorno a la situación anterior en ambos indicadores.

Industria altamente atomizada e intensiva en capital

La industria de generación eléctrica dominicana se encuentra altamente atomizada, conformada por 16 empresas.

La matriz de generación está dominada por los sistemas térmicos, alcanzando un 88% de la potencia instalada, basada en combustibles fósiles, especialmente Fuel Oil. Esto ha implicado para el país un alto costo de la energía, dependiente de la evolución del precio internacional del petróleo.

El principal sistema eléctrico es el Sistema Eléctrico Nacional Interconectado (SENI), pero también existen sistemas aislados destinados a proveer de energía a zonas turísticas, donde los operadores hoteleros requieren de seguridad en el despacho de energía.

Adicionalmente, existe un importante número de grandes y medianos consumidores industriales y comerciales que poseen sistemas de autogeneración que les permite mantener una certidumbre respecto de la provisión eléctrica para sus operaciones habituales. Estos clientes significan actualmente una competencia directa a las empresas generadoras, pero también implican una oportunidad de crecimiento de la demanda en el caso de que se logren mejoras sustanciales a la regulación del sistema eléctrico dominicano, dado que operan con costos muy altos.

Actualmente, el desafío de la industria de generación de electricidad de República Dominicana se encuentra en lograr una mayor diversificación de su matriz productiva, abarcando tecnologías más

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate.

Solvencia	AA-
Perspectivas	Estables

eficientes o que impliquen energías renovables como la eólica y solar. Sin embargo, estas nuevas tecnologías implican decisiones de inversión que involucran altos montos y estructuras de financiamiento de mediano a largo plazo, por lo que requieren de un marco regulatorio y financiero más sólido para el sistema eléctrico dominicano.

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate.

Solvencia	AA-
Perspectivas	Estables

POSICION FINANCIERA *Sólida*

Nota aclaratoria: Dominican Power Partners es coemisor con AES Andrés de la porción de US$ 270 millones de los bonos 144-A por US$ 370 millones emitidos en conjunto con EGE Itabo en mayo del presente año.

Esta deuda posee como *covenants* financieros la mantención de coberturas, a nivel de estados financieros combinados, de Ebitda sobre gastos financieros sobre 2,5 veces y de deuda financiera neta sobre Ebitda superiores a 4,5 veces para el período enero 2016 a junio de 2017 y a 3,5 veces para los períodos posteriores a junio de 2017.

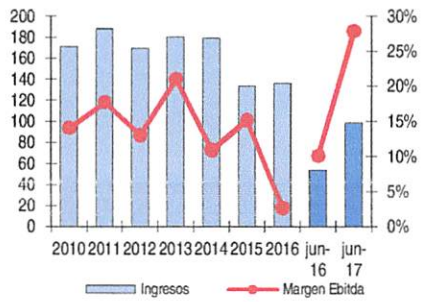
Adicionalmente, AES Andrés garantiza, incondicional e irrevocablemente, el cumplimiento del préstamo sindicado por hasta US$ 260 millones que adquirió DPP para el financiamiento de la conversión a ciclo combinado de sus instalaciones.

Por su parte, esta deuda posee como *covenants* financieros la mantención de coberturas, a nivel individual, de Ebitda sobre gastos financieros superiores a 1,3 veces y, a nivel de estados financieros combinados, de deuda financiera neta sobre Ebitda superiores 3,5 veces.

En consecuencia, Feller Rate considera, que la existencia de estas garantías para la deuda financiera cruzadas paras ambas empresas, la emisión conjunta de valores y la presencia de *covenants* financieros medidos en conjunto, implica que la solvencia de éstas sea interdependiente.

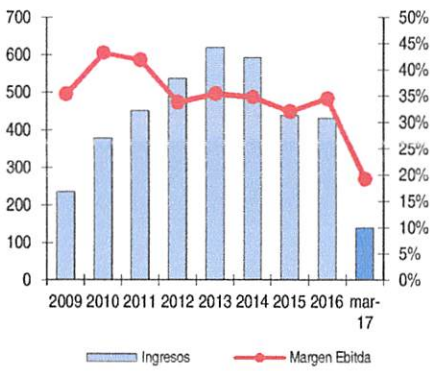
Ingresos y Márgenes de DPP Individual

En millones de US$



Ingresos y Márgenes de Entidad Combinada

En millones de US$



Resultados y márgenes

Recuperación del precio del petróleo impacta de forma más que proporcional al crecimiento de los ingresos en los costos, deteriorando el margen

La matriz de generación del SENI está dominada por los sistemas térmicos, basados en combustibles fósiles, especialmente *Fuel Oil*. Lo que implica que el precio del mercado *spot* de energía de República Dominicana se encuentra fuertemente ligado a la evolución de este *commodity*.

En los últimos años los ingresos de DPP se habían mantenido relativamente estables, producto del contrato de energía y potencia con EDE Este. Sin embargo, producto de la fuerte caída del precio del petróleo a nivel mundial a partir de finales de 2014, lo que impactó directamente en los precios spot y en los indexadores de los contratos, los ingresos de DPP al cierre de 2015 eran un 25% menores al cierre de 2014. Sin embargo, se observa una reversión de la tendencia en el último periodo, de la mano del crecimiento del 17,3% en los ingresos de contratos y a pesar de la caída del 61,9% en los ingresos spot.

Ello lleva a un caída del margen Ebitda al cierre de 2016, de la mano del crecimiento del 22,8% en el costo de compra de electricidad y del 20,5% en el costo de combustible y relacionados. A junio de 2017 se observa la tendencia contraria, gracias al crecimiento del 87,8% en los ingresos por electricidad contratada, con controlados aumentos en gastos de electricidad y combustibles.

A nivel combinado, los ingresos de la unidad AES Andrés-DPP presentan, al 31 de diciembre de 2016, un estable escenario de ingresos, donde a pesar del crecimiento del 20% en los ingresos por generación contratada, la caída en los ingresos spot en 62,7% y la caída de los ingresos de ventas de gas natural en 30,8%, terminan generando una estabilización interanual.

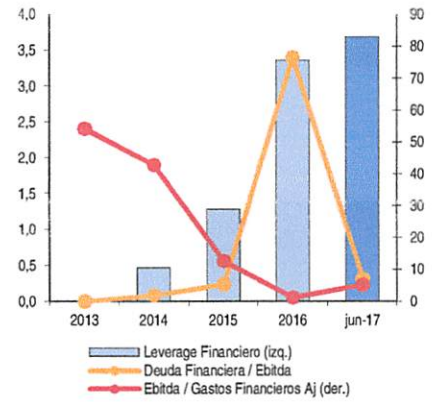
SI bien ambas compañías presentan ingresos crecientes al comparar marzo del 2017 con marzo de 2016, el escenario de recuperación del precio del petróleo durante 2016 redunda en un crecimiento más que proporcional de los costos de ambas compañías, generando una caída del margen Ebitda de la entidad combinada.

Respecto de la capacidad de generación operacional de la compañía, ésta ha presentado un Flujo de Caja Neto Operacional con una alta variabilidad, producto de las necesidades de capital de trabajo que surgen del inestable patrón de pago de las distribuidoras. Si bien la operación de reconocimiento de deuda de las distribuidoras y luego la operación con Banco de Reservas para hacer efectiva esta, implicó que, a diciembre de 2015, los días de cobro presentaran niveles inferiores a 2 meses; estos volvieron a los niveles registrados históricamente, en torno a los 3 meses.

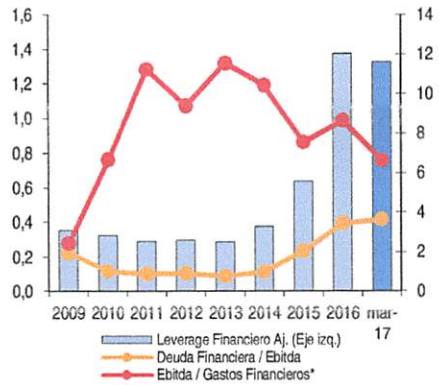
Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate

Solvencia	AA-
Perspectivas	Estables

Evolución endeudamiento e indicadores de solvencia de DPP Individual

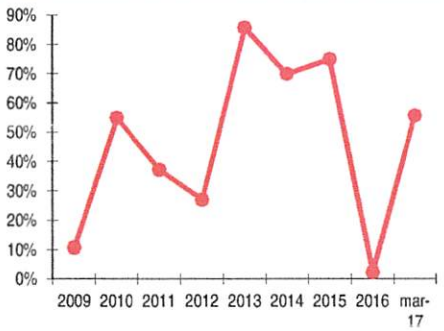


Evolución endeudamiento e indicadores de solvencia de entidad combinada



** Endeudamiento financiero ajustado considera, entre 2009 y 2013, deuda subordinada con los controladores como parte del patrimonio, debido a que, en 2014, este crédito fue efectivamente capitalizado.*

Evolución del Flujo de Caja Operacional respecto de la Deuda Financiera para Entidad Combinada



Feller Rate espera que los márgenes y capacidad de generación operacional de la compañía crezcan en el corto plazo producto del *pass through* del costo de combustibles, que impacta en los indexadores de los contratos y en el precio *spot*. Adicionalmente, la conversión de DPP a ciclo combinado, con operación comercial a partir de agosto, implica un fuerte incremento en la capacidad de generación operacional de la compañía y de la entidad combinada.

Endeudamiento y flexibilidad financiera

Incremento en el endeudamiento por financiamiento de la conversión de DPP a ciclo combinado

A nivel individual, DPP suscribió en 2014 un crédito sindicado por hasta US$ 260 millones para financiar la inversión necesaria para la conversión de sus instalaciones a ciclo combinado, el cual está estructurado con un plazo de 5 años con amortizaciones trimestrales.

A medida que avanza el montaje, la compañía ha ido incrementando su nivel de deuda, alcanzando a junio de 2017, los US$ 295,6 millones.

Si bien se observa un deterioro en las métricas de endeudamiento y coberturas de DPP a nivel individual, se espera que la situación actual corresponda a un *peak* de endeudamiento. La posición financiera debe considerar la futura capacidad de generación operacional que tendrá DPP luego de la entrada en operación comercial de la conversión a ciclo combinado, además de la presencia de garantías incondicionales e irrevocables por parte de AES Andrés.

Por su parte, AES Andrés emitió en mayo de 2016 un bono internacional por US$ 220,1 millones, lo que le permitió prepagar un crédito sindicado a largo plazo, liderado por el Banco Popular, por US$ 180 millones. Adicionalmente, giró US$ 22,5 de los US$ 42,5 millones de la línea contratada con Scotiabank en noviembre del mismo año, redundando en un incremento de la deuda financiera del 31,5% LTM a marzo de 2017. Así, a nivel combinado la deuda financiera de AES Andrés-DPP alcanzó, a marzo de 2017, los US$ 511,2 millones, un 58% mayor que 12 meses antes.

Lo anterior, sumado a una reducción de capital de la entidad combinada del 18% al comparar marzo de 2017 respecto al mismo periodo del año anterior, implicó que el indicador de endeudamiento financiero pasara de 0,7 veces a marzo de 2016 a 1,3 veces al 31 de marzo de 2017.

A nivel de coberturas, la combinación de mayor endeudamiento con los, hasta entonces estables, márgenes implicó que los indicadores de deuda financiera sobre Ebitda y de Ebitda sobre gastos financieros pasaran de 2,1 veces y 7,6 veces, respectivamente al cierre de 2015, a 3,5 veces y 8,6 veces, respectivamente, al cierre de 2016. Por su parte, a marzo de 2017, la deuda financiera sobre Ebitda alcanza las 3,6 veces, mientras que la cobertura de Ebitda sobre gastos financieros cae a las 6,6 veces, de la mano del menor margen Ebitda a la fecha.

Por su parte, la cobertura de flujo de caja neto operacional sobre deuda financiera de la entidad combinada pasó de 75%, al cierre de 2015, a 2,4%, al 31 de diciembre de 2016, lo cual se vio influido por el importante crecimiento de la deuda financiera en el periodo (76,3%) y la caída del flujo de caja neto operacional, de la mano del incremento de los días de cobro (desde 49,0 hasta 97,9) y el decrecimiento del impuesto por pagar. Al 31 de marzo de 2017, la cobertura de flujo de caja neto operacional sobre deuda financiera volvió a niveles cercanos al promedio 2010-2015 (58,3%), con un valor registrado de 55,7%.

Respecto de la liquidez, ambas compañías a nivel individual y la entidad combinada poseen una robusta posición de liquidez, manteniendo importantes reservas de efectivo en caja y equivalentes, además de una generación operacional variable, pero positiva, frente a requerimientos crecientes de dividendos por parte de sus controladores.

A marzo de 2017, la caja y equivalente combinada alcanzó los US$ 82,2 millones, con un flujo de caja neto operacional, considerando 12 meses, de US$ 284,7 millones. Lo que se contrasta con la ausencia de vencimientos de deuda financiera en el corto plazo y un retiro de dividendos que, durante 2016, alcanzó los US$ 109,8 millones.

Por otra parte, es importante destacar que la presencia de The AES Corporation, como controlador de las compañías implica un fuerte soporte en el acceso a los mercados financieros internacionales y a la estructuración de financiamientos tipo *Project Finance*.

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate.

Solvencia	AA-
Perspectivas	Estables

Feller Rate espera que, producto del proceso de inversión en DPP, la entidad combinada alcance un *peak* de deuda durante 2017, con indicadores que volverían a rangos históricos una vez iniciada la operación de las nuevas instalaciones, a partir del tercer trimestre de 2017.

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate

	Sep 2015	Jul 2016	Dic 2016	Ene 2017	Abr 2017	Jul 2017	Ago 2017
Solvencia	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-
Perspectivas	Estables	Estables	Estables	Estables	Estables	Estables	Estables

Resumen Financiero Entidad Combinada

Estados Financieros combinados no auditados para AES Andrés B.V. y Dominican Power Partners
Valores en miles de US$

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	mar-17*
Ingresos por Venta	234.536	378.963	450.963	537.089	619.940	592.890	438.828	431.282	138.574
Ebitda(1)	82.890	163.876	189.001	181.845	219.865	206.330	140.919	149.259	26.731
Resultado Operacional	67.353	146.333	170.101	162.965	199.026	186.417	120.062	127.067	20.904
Gastos Financieros(2)	-34.090	-24.589	-16.837	-19.350	-19.049	-19.800	-18.648	-17.256	-5.562
Utilidad del Ejercicio	3.493	61.985	97.028	51.377	79.129	110.117	62.868	76.062	12.375
Flujo Caja Neto Oper. (FCNO)	17.340	92.117	62.828	45.597	144.381	143.929	218.647	12.389	33.294
Inversiones netas	25.341	-8.180	-33.709	-37.870	-33.438	-48.161	-100.403	-124.712	-26.824
Variación deuda financiera	-21.286	-6.919	-307	-150	-85	32.603	74.891	223.521	-4.699
Dividendos pagados	0	0	-35.903	-60.600	-64.696	-160.280	-46.638	-109.818	0
Caja y equivalentes	63.002	119.652	131.130	85.748	138.169	106.129	152.149	80.396	82.203
Activos Totales	713.062	775.682	822.125	854.036	893.373	848.866	849.496	955.431	1.008.118
Pasivos Totales	667.911	668.433	653.638	694.765	719.552	298.975	393.777	581.812	622.103
Deuda Financiera	161.453	167.836	168.947	168.714	168.593	205.984	291.717	514.321	511.224
Patrimonio + Interés Minoritario	45.151	107.249	168.487	159.271	173.821	549.891	455.719	373.619	386.015
Margen Operacional (%)	28,7%	38,6%	37,7%	30,3%	32,1%	31,4%	27,4%	29,5%	15,1%
Margen Ebitda (%)	35,3%	43,2%	41,9%	33,9%	35,5%	34,8%	32,1%	34,6%	19,3%
Rentabilidad Patrimonial (%)	7,7%	57,8%	57,6%	32,3%	45,5%	20,0%	13,8%	20,4%	26,0%
Leverage (vc)	14,8	6,2	3,9	4,4	4,1	0,5	0,9	1,6	1,6
Endeudamiento Financiero (vc)	3,6	1,6	1,0	1,1	1,0	0,4	0,6	1,4	1,3
Endeudamiento Financiero Aj. (vc)(3)	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,6	1,4	1,3
Endeudamiento Financiero Neto (vc)	2,2	0,4	0,2	0,5	0,2	0,2	0,3	1,2	1,1
Endeudamiento Financiero Neto Aj. (vc)(3)	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	1,2	1,1
Deuda Financiera / Ebitda(1)(vc)	1,9	1,0	0,9	0,9	0,8	1,0	2,1	3,4	3,6
Deuda Financ. Neta / Ebitda(1) (vc)	1,2	0,3	0,2	0,5	0,1	0,5	1,0	2,9	3,1
FCNO / Deuda Financiera (%)	10,7%	54,9%	37,2%	27,0%	85,6%	69,9%	75,0%	2,4%	55,7%
Ebitda(1) / Gastos Financieros (vc)	2,4	6,7	11,2	9,4	11,5	10,4	7,6	8,6	6,6
Liquidez Corriente (vc)	2,8	4,8	6,3	5,3	4,5	4,9	3,2	2,1	1,8

** Indicadores anualizados donde corresponda.*

(1) Ebitda = Resultado Operacional + Amortizaciones y depreciaciones.

(2) Gastos financieros sin incluir los intereses asociados a la deuda subordinada con los controladores que mantuvo AES Andrés hasta 2014.

(3) Endeudamiento financiero ajustado considera, entre 2009 y 2013, deuda subordinada con los controladores como parte del patrimonio, debido a que, en 2014, este crédito fue efectivamente capitalizado.

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate.

Resumen Financiero Dominican Power Partners Individual

Valores en miles de US$

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	jun-17*
Ingresos por Venta	171.156	188.170	169.515	180.521	179.254	133.429	136.137	98.061
Ebitda(1)	24.086	33.330	22.157	37.926	19.558	20.282	3.654	27.366
Resultado Operacional	20.606	29.967	17.022	33.275	15.499	16.450	-1.044	21.370
Gastos Financieros	-199	-112	-409	-701	-458	-1.610	-2.893	-7.295
Utilidad del Ejercicio	26.466	43.185	13.030	22.280	15.087	16.102	-1.369	6.347
Flujo Caja Neto Oper. (FCNO)	0	19.848	-20.114	111.439	17.327	26.920	-79.400	11.752
Inversiones netas	0	-6.972	-14.362	-11.437	-24.000	-103.905	-91.691	-24.010
Variación deuda financiera	0	0	0	0	32.669	73.864	169.416	15.500
Dividendos pagados	0	0	0	-35.298	-48.589	-8.532	0	0
Caja y equivalentes	37.382	49.558	14.123	78.686	55.873	65.843	39.400	42.687
Activos Totales	191.330	239.503	224.037	278.807	258.654	287.984	402.969	435.946
Pasivos Totales	121.033	125.941	97.401	165.107	178.329	203.516	319.843	355.782
Deuda Financiera	0	747	0	0	37.503	108.493	279.681	295.610
Patrimonio + Interés Minoritario	70.298	113.562	126.635	113.700	80.325	84.468	83.126	80.164
Margen Operacional (%)	12,0%	15,9%	10,0%	18,4%	8,6%	12,3%	-0,8%	21,8%
Margen Ebitda (%)	14,1%	17,7%	13,1%	21,0%	10,9%	15,2%	2,7%	27,9%
Rentabilidad Patrimonial (%)	37,6%	38,0%	10,3%	19,6%	18,8%	19,1%	-1,6%	37,8%
Leverage (vc)	1,7	1,1	0,8	1,5	2,2	2,4	3,8	4,4
Endeudamiento Financiero(vc)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	1,3	3,4	3,7
Endeudamiento Financiero Neto(vc)	-0,5	-0,4	-0,1	-0,7	-0,2	0,5	2,9	3,2
Deuda Financiera / Ebitda(1)(vc)	0,0	0,0	0,0	0,0	1,9	5,3	76,5	7,0
Deuda Financ. Neta / Ebitda(1) (vc)	-1,6	-1,5	-0,6	-2,1	-0,9	2,1	65,8	6,0
FCNO / Deuda Financiera (%)	-	2657,5%	-	-	46,2%	24,8%	-28,4%	30,7%
Ebitda(1) / Gastos Financieros Netos(vc)	-3,7	-4,3	-1,5	-9,7	-2,9	-4,1	1,3	-149,3
Liquidez Corriente (vc)	0,8	1,0	1,3	1,1	1,0	1,0	1,1	1,7

** Estados financieros internos, con indicadores anualizados donde corresponda.*

(1) Ebitda = Resultado Operacional + Amortizaciones y depreciaciones.

Las clasificaciones 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 o a la Superintendencia de Bancos y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.

La información presentada en estos análisis proviene de fuentes consideradas altamente confiables. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, Feller Rate no garantiza la exactitud o integridad de la información y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el empleo de esa información. Las clasificaciones de Feller Rate son una apreciación de la solvencia de la empresa y de los títulos que ella emite, considerando la capacidad que ésta tiene para cumplir con sus obligaciones en los términos y plazos pactados.

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate.

Superintendencia de Valores
Departamento de Registro
Comunicaciones de Entradas
17/08/2017 3:17 PM m.manzano
59880

Características de los instrumentos

Emisión de Bonos Corporativos	Primera
Número de Registro	SIVEM-106
Valor total del Programa de Emisión	US$ 300.000.000
Valor de cada Emisión	US$ 5.000.000
Fecha Resolución	13-12-2016
Covenants	No tiene
Emisiones inscritas al amparo del Programa	1-60
Conversión	No Considera
Resguardos	Suficientes
Garantía	Garantía solidaria corporativa de AES Andrés B.V.

EMISIONES DE BONOS VIGENTES	1-10	11-20	21-30	31-40
Al amparo del Programa	SIVEM-106	SIVEM-106	SIVEM-106	SIVEM-106
Monto de la emisión	US$ 5.000.000	US$ 5.000.000	US$ 5.000.000	US$ 5.000.000
Amortizaciones	Pago único al vencimiento de la emisión	Pago único al vencimiento de la emisión	Pago único al vencimiento de la emisión	Pago único al vencimiento de la emisión
Fecha de vencimiento	03-02-2027	31-03-2027	09-05-2027	30-06-2027
Pago de Intereses	Mensual	Mensual	Mensual	Mensual
Tasa de Interés	6,25%	6,25%	6,25%	6,25%
Conversión	No Considera	No Considera	No Considera	No Considera
Resguardos	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes
Garantías	Garantía solidaria corporativa de AES Andrés B.V.	Garantía solidaria corporativa de AES Andrés B.V.	Garantía solidaria corporativa de AES Andrés B.V.	Garantía solidaria corporativa de AES Andrés B.V.

Prohibida la reproduccion total o parcial sin la autorizacion escrita de Feller Rate.