

	1 Feb. 2023	27 Jul. 2023
Solvencia	A+	A+
Perspectivas	Estables	Estables

\*Detalle de calificaciones y nomenclaturas en Anexo

## INDICADORES CONSOLIDADOS RELEVANTES

	2021	2022	Mar-23*
Margen Operacional	19,2%	21,4%	21,4%
Margen Bruto	46,6%	45,0%	33,1%
Margen Ebitda	30,7%	30,2%	29,3%
Endeudamiento total	2,4	2,7	2,8
Endeudamiento financiero	1,7	1,9	2,0
Ebitda / Gastos Financieros	3,4	4,7	4,3
Deuda Financiera Neta / Ebitda	3,8	2,9	3,0
FCNO Anual/ Deuda Financiera	14%	14%	21%
Liquidez corriente	1,2	1,2	1,1

\*Indicadores están anualizados donde corresponda.

\*\*Resultados a marzo no auditados

## PERFIL DE NEGOCIOS: SATISFACTORIO

Principales Aspectos Evaluados	PERFIL DE NEGOCIOS: SATISFACTORIO				
	Débil	Vulnerable	Adecuado	Satisfactorio	Fuerte
Confiabilidad de la generación					
Diversificación operacional y geográfica					
Contratos de largo plazo para combustibles					
Política comercial conservadora					
Exposición al SENI					
Riesgo de recontractación en Termoyopal					
Industria intensiva en inversiones					

## POSICIÓN FINANCIERA: SATISFACTORIA

Principales Aspectos Evaluados	POSICIÓN FINANCIERA: SATISFACTORIA				
	Débil	Ajustada	Intermedia	Satisfactoria	Sólida
Rentabilidad					
Generación de flujos					
Endeudamiento					
Coberturas					
Liquidez individual					

## FUNDAMENTOS

La calificación "A+" asignada a la solvencia y bonos en proceso de emisión de Haina Investment Co., Ltd. (HIC) refleja un perfil de negocios clasificado como "Satisfactorio" y una posición financiera clasificada como "Satisfactoria".

Su perfil de negocios se sustenta en la diversificación operacional de su parque generador, el cual está concentrando en energías térmicas, pero con una relevancia creciente de fuentes renovables y menos contaminantes y en su posición como el mayor generador privado en el sistema eléctrico de República Dominicana, con múltiples unidades que operan en el sistema base. Considera, además, la entrada al negocio de venta de gas, la existencia de contratos de suministro de largo plazo y la mantención de una política comercial conservadora.

En contrapartida, la calificación toma en cuenta la exposición al Sistema Eléctrico Nacional Interconectado (SENI) en República Dominicana, el cual es un mercado atomizado y competitivo, concentrado en combustibles fósiles y con problemas estructurales que generan, en las empresas distribuidoras, una dependencia de los subsidios del Estado. Asimismo, incorpora un riesgo de recontractación en Termoyopal Generación, con múltiples contratos que vencen en 2023, mitigado por la posición competitiva de compañía, lo que le permitiría mantener una política de contratación de 90%.

HIC se constituyó en 1999 en las Islas Caimán, en el contexto del proceso de reestructuración del sector eléctrico de República Dominicana que permitió la participación de privados. En ese año, la compañía se adjudicó el 50% de las acciones de EGE Haina a través de una licitación. A esto se suma, en octubre de 2021, la adquisición del 100% de las acciones del grupo Termoyopal, en Colombia.

A la fecha, a nivel consolidado HIC posee una capacidad instalada total de 1.229 MW, los cuales corresponden en un 87,8% a unidades ubicadas en República Dominicana, mientras que el 12,2% restante corresponde a la planta de gas natural que mantienen en Colombia.

La generación de la compañía está concentrada en fuentes térmicas como gas natural, fuel oil y carbón. Sin embargo, han incorporado generación en base a fuentes renovables en los últimos periodos, los que a la fecha representan el 24,8% de la capacidad instalada propia. Se espera que en los próximos años la capacidad renovable de HIC siga aumentando, de la mano del plan de inversiones de su filial EGE Haina, el cual contempla la incorporación de 1.000 MW de capacidad instalada renovable hacia 2030.

En los últimos años, la estrategia comercial de HIC se ha enfocado en ampliar su base de contratos con clientes, con el fin de disminuir su exposición al mercado spot y a las variaciones de precio en este. Esto se ha visto reflejado en el porcentaje creciente de los ingresos consolidados que proviene de contratos directos, el cual alcanzó el 70,1% a diciembre de 2022.

A marzo de 2023, los ingresos consolidados de HIC registraron un alza del 8,2% respecto de igual periodo del año anterior, alcanzando los US\$ 164,2 millones. Los costos de venta más los gastos de administración del periodo alcanzaron los US\$ 129,0 millones (incluyendo costos de combustibles, compras de energía, gastos generales de operación, gastos de personal y depreciación y amortización), lo cual representa alza del 5,8% respecto de marzo de 2023. Así, el Ebitda del grupo acumulado a marzo de 2023 fue de US\$ 48,2 millones, un incremento de 9,7% en comparación a marzo de 2022. El margen Ebitda del periodo, en tanto, fue de 29,3%.

La deuda financiera consolidada de HIC alcanzó los US\$ 748,3 millones a marzo de 2023, lo que representa un alza de 21,7% respecto el mismo periodo del año anterior producto

Analista: Andrea Faúndez  
Andrea.faundez@feller-rate.com

principalmente de proyectos como SIBA Energy. Así, los indicadores de cobertura del periodo se encuentran más presionados en comparación con años anteriores, con un indicador de deuda financiera neta sobre Ebitda y cobertura de gastos financieros de 3,0 veces y 4,5 veces al cierre de marzo de 2023. Sin embargo, una vez se complete la construcción de ambas fases del proyecto mencionado, se espera que se genere un crecimiento en la generación operacional que haga mejorar los indicadores crediticios.

La liquidez de la compañía a nivel individual se considera suficiente, y se sustenta principalmente en los flujos obtenidos desde sus filiales. Dentro de los usos de fondos se considera el pago de la deuda financiera de corto plazo.

## PERSPECTIVAS: ESTABLES

**ESCENARIO BASE:** Considera que la compañía mantenga su estrategia de baja exposición al mercado spot gracias a una amplia base de contratos, además de mantener una estrategia comercial conservadora, calzando el comienzo de construcción de nuevos proyectos una vez que buena parte de la capacidad de estos se encuentre contratada bajo PPAs.

Incorpora, asimismo, la expectativa que el plan de inversiones se financie con una mezcla de recursos propios y deuda que mantengan a la entidad con sus indicadores presionados, pero que luego le permitan mantener el indicador de deuda financiera neta sobre Ebitda, a nivel consolidado, entre las 2,0 a 2,5 veces de forma estructural.

**ESCENARIO DE BAJA:** Se podría gatillar ante niveles de endeudamiento por sobre el nivel esperado y/o un deterioro estructural de los márgenes y coberturas.

**ESCENARIO DE ALZA:** Se considera poco probable en el corto plazo, no obstante, se podría dar en el caso de que la estrategia de crecimiento implementada por la entidad se logre materializar con éxito, con un aumento en la escala de negocios, lo cual permita mantener mejores indicadores de cobertura a lo contemplado en el escenario base.

### FACTORES DE RIESGO SUBYACENTES A LA CALIFICACIÓN

#### PERFIL DE NEGOCIOS: SATISFACTORIO

- Filial EGE Haina es el mayor generador privado en República Dominicana, mientras que Termoyopal es la planta de gas más despachada en Colombia.
- Mantiene fuerte exposición a energías térmicas en su matriz de generación, mitigado en parte con fuerte inversión en generación eficiente en los últimos años.
- Alta diversificación operacional, con adecuada diversificación geográfica de activos dentro de República Dominicana.
- Estrategia comercial enfocada en mantener una baja exposición al mercado spot.
- Exposición al SENI, que posee problemas estructurales a nivel de distribución.
- Participación en industria altamente atomizada e intensiva en capital.

#### POSICIÓN FINANCIERA: SATISFACTORIA

- Alta capacidad de generación de flujos operacionales, con márgenes estables y con una baja exposición a las ventas en el mercado spot.
- Endeudamiento estructurado en el largo plazo.
- Posición de liquidez individual calificada como suficiente.
- Dependencia del reparto de dividendos de sus activos subyacentes.

## PERFIL DE NEGOCIOS

### SATISFACTORIO

#### ESTRUCTURA DE PROPIEDAD Y DESCRIPCIÓN DEL GRUPO ECONOMICO QUE PERTENECE

El accionista controlador Haina Investment Co., Ltd., es Haina Energy Holdings II, con el 75,6% de la propiedad de la compañía. El controlador final de Haina Energy Holdings II es NOLA Fund, el cual es administrado por Inicia, una firma privada de administración de activos.

El porcentaje restante de Haina Investment Co., Ltd es propiedad del Banco Central de la República Dominicana.

#### BREVE DESCRIPCIÓN DEL MODELO DE NEGOCIOS DE LA EMPRESA

HIC es un holding donde su principal inversión es EGE Haina con 869 MW de capacidad el cual genera energía eléctrica en el Sistema Eléctrico Nacional Interconectado (SENI). Asimismo, también mantiene como inversión Termoyopal en Colombia, planta de GN de 200 MW y una porción menor de flujos de comercialización de gas.

De esta forma, el holding financia sus operaciones a través de pasivos de largo plazo.

Haina Investment Co., Ltd. (HIC) se constituyó en 1999 en las Islas Caimán, en el contexto del proceso de reestructuración del sector eléctrico de República Dominicana que permitió la participación de privados.

Ese año, el Estado Dominicano realizó una licitación pública internacional, en la cual HIC se adquirió el 50% de las acciones de la Empresa Generadora de Electricidad Haina, S.A. (EGE Haina) por US\$ 144,5 millones.

En octubre de 2021, HIC adquirió el 100% de la propiedad del Grupo Termoyopal en Colombia.

### ALZA EN LOS PRECIOS DE COMBUSTIBLES MITIGADO EN PARTE POR CONTRATOS DE ABASTECIMIENTO

Producto del conflicto Rusia - Ucrania, desde febrero de 2022 se ha observado una presión al alza en los precios de los combustibles.

Alrededor del 73% de la matriz energético de HIC (incluyendo Termoyopal) corresponde a plantas de gas natural o de petróleo. Sin embargo, las fuentes principales de suministro de los proveedores de EGE Haina y Termoyopal están fuera del área de conflicto, lo cual mitiga el riesgo a su cadena de abastecimiento. A lo anterior se suma que las filiales han tomado iniciativas para asegurar un nivel de inventario que permita asegurar la continuidad de operaciones en caso de imprevistos.

Respecto del abastecimiento de los combustibles, EGE Haina licita contratos anuales para su suministro de petróleo, proceso en el cual participan proveedores internacionales, mientras que, en el caso del gas natural, mantiene un contrato de largo plazo de abastecimiento con Enadom. Termoyopal, por su parte, mantiene un contrato único de gas a largo plazo con Ecopetrol. Así, ambas filiales mitigan su exposición al alza de precios del gas en el mercado spot gracias a sus contratos

### SATISFACTORIA POSICIÓN COMPETITIVA DE SU PRINCIPAL ACTIVO, EGE HAINA

En República Dominicana, la filial EGE Haina es el mayor generador eléctrico privado en el país, con un parque generador de 12 plantas con una capacidad instalada total de 1.079,0 MW, de los cuales 1.053,4 MW son de propiedad de la compañía y 25,6 MW son arrendados y comercializados por la empresa.

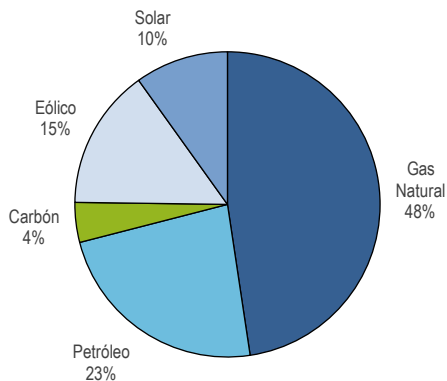
Gracias a un alto factor de disponibilidad de sus plantas generadoras, la compañía generó 3.173 GWh durante 2022, reafirmando su posicionamiento en el Sistema Eléctrico Nacional Interconectado (SENI).

Termoyopal, en tanto, es una planta a gas natural ubicada en la región de Casanare en Colombia, con una capacidad instalada de 200 MW, representando alrededor del 1,1% de la generación real inyectada al sistema en 2022. Al ser un único activo, no está dentro de los principales generadores del país. Sin embargo, cabe destacar que es la planta a gas más contratada y despachada de Colombia.

Durante 2021, se renovaron tres turbinas en la planta, instalando unidades que cuentan con una mayor eficiencia en el consumo de gas. A 2022, la generación de Termoyopal

### CAPACIDAD INSTALADA POR TIPO DE COMBUSTIBLE

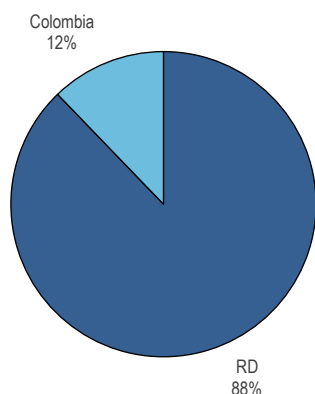
A marzo de 2023



Fuente: Elaboración propia en base a información otorgada por la empresa.

### CAPACIDAD INSTALADA POR PAÍS

A marzo de 2023



Fuente: Elaboración propia en base a información otorgada por la empresa.

alcanzó los 1.157 GWh, el máximo generado en el horizonte de estudio, además de contar con una disponibilidad superior al 97,9%.

## ADQUISICIÓN DE TERMOYOPAL Y PARTICIPACIÓN EN LICITACIÓN DE MANZANILLO PERMITE DIVERSIFICAR MAS ALLA DE LA GENERACIÓN

Con la adquisición de Termoyopal en 2021, HIC también ingresó al mercado de venta de gas natural, a través de la filial Termoyopal Gas, la cual cuenta con una planta de secado de 42 mscfd de capacidad, la cual permite separar el gas natural húmedo en sus tres componentes: gasolina natural, GLP y gas natural seco, con una producción entre 255 mil y 737 mil barriles anuales de GLP y 107.000 mil y 200.000 barriles de nafta.

Así, Termoyopal Gas se ha posicionado como el segundo productor de GLP en el país, representando un 8% de la producción en Colombia, y uno de los dos productores de nafta.

A lo anterior, se suma el anuncio de que HIC, en un consorcio junto con Shell y Enerla, resultaron ganadores de la licitación del bloque 1 de Manzanillo, la cual consiste en la construcción y operación de una central de ciclo combinado y de un terminal de gas natural, los cuales deberían entrar en operación 42 meses posterior a la firma del PPA.

Con estas operaciones, HIC ha comenzado a diversificar su portafolio más allá de la generación, entrando al mercado de comercialización de gas, el cual tiene riesgos diferentes al de generación. Sin embargo, también conlleva márgenes distintos. Con todo se espera que en el futuro la mayor parte del Ebitda de la compañía continúe proviniendo del negocio eléctrico.

## ADECUADA Y CRECIENTE DIVERSIFICACIÓN POR FUENTES DE GENERACIÓN

La matriz de generación de HIC muestra una fuerte concentración en tecnologías térmicas, las cuales representan el 75,2% de su capacidad instalada.

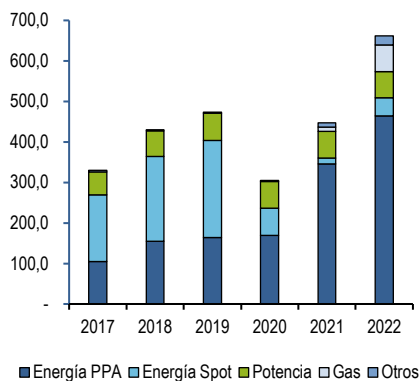
A pesar de lo anterior, cabe destacar que el parque generador de la filial EGE Haina presenta una diversificación a otros participantes del sistema eléctrico de República Dominicana. Esta diversificación se ha ido incrementando en los últimos años con inversiones que le han permitido incorporar generación eficiente de fuentes renovables, como solar o eólica.

Respecto del abastecimiento de los combustibles, EGE Haina licita contratos anuales para su suministro de petróleo, proceso en el cual participan proveedores internacionales, mientras que el carbón ha sido licitado mediante compras spot desde finales de febrero de 2019. En el caso del gas natural, mantiene un contrato de largo plazo de abastecimiento con Enadom, abasteciendo Quisqueya II a través del gasoducto del este. Termoyopal, por su parte, mantiene un contrato único de gas a largo plazo con Ecopetrol. Así, ambas filiales mitigan su exposición al alza de precios del gas en el mercado spot gracias a sus contratos.

Por otra parte, el 87,9% de la capacidad instalada de HIC está ubicada en República Dominicana, con una buena diversificación geográfica dentro del país, la cual actúa como un importante moderador del riesgo de eventos climáticos, por el carácter tropical de República Dominicana, que puedan afectar o dañar las instalaciones de EGE Haina.

### EVOLUCIÓN DE INGRESOS

En millones de US\$



Fuente: Elaboración propia en base a información otorgada por la empresa.

### IMPORTANTE INVERSIÓN EN GENERACIÓN EFICIENTE

Se espera que, en los próximos años, la matriz de generación de HIC siga incorporando capacidad de generación eficiente, ligado al fuerte plan de inversiones de EGE Haina y Termoyopal en energías renovables.

Durante los últimos años, la filial EGE Haina ha incorporado diversas plantas de ERNC, siendo la más reciente el parque solar Girasol, con una capacidad instalada de 120 MW, que está operativo desde julio de 2021.

Se espera que esta fuerte inversión en ERNC se mantenga en el futuro, dado que el plan estratégico de EGE Haina contempla incorporar 1.000 MW de ERNC entre 2023 y 2030, manteniendo a la fecha un pipeline de 610 MW en proyectos solares y de 250 MW en proyectos eólicos.

La ventaja de este tipo de plantas en el Sistema Eléctrico Nacional Interconectado (SENI) de República Dominicana es su bajo costo marginal, lo cual les permite ser unidades del sistema base de despacho. Se espera que la incorporación de más plantas ERNC al sistema disminuya el costo de producción hacia 2030, por lo cual la incorporación de plantas eficientes será clave para que EGE Haina mantenga su posición competitiva.

A lo anterior, se suma la adquisición de HIC a través de Termoyopal Generación del 50% de 6 empresas asociadas a ERNC en Colombia.

### ESTRATEGIA COMERCIAL ENFOCADA EN MINIMIZAR EXPOSICIÓN AL MERCADO SPOT

La estrategia comercial de HIC ha estado enfocada, en los últimos años, en aumentar su base de contratos PPA, con el objetivo de mitigar su exposición al precio spot y así disminuir la volatilidad que esto provoca en la generación de flujos. Así, al cierre de 2022, el 70,1% de los ingresos correspondió a ventas de energía por contrato.

Al analizar el portafolio de PPAs vigentes de EGE Haina, se observa que cerca del 70% de sus ingresos durante los próximos años provenga de ventas de energía contratadas. Estos contratos tienen una vida promedio de más de 10 años, y están todos denominados en dólares de Estados Unidos de Norteamérica y están indexados al costo del combustible, moderando la exposición a la volatilidad de los precios internacionales de los hidrocarburos, así como el riesgo por tipo de cambio.

EGE Haina mantiene una buena diversificación de sus PPAs, destacando los contratos con las distribuidoras. Así, suministra 225 MW a EDE Norte y 222 MW a EDE Sur. Asimismo, cabe destacar que la filial mantiene múltiples contratos PPA con clientes no regulados.

Adicionalmente, la central SIBA, en el cual EGE Haina participa a través del consorcio SIBA Energy Corporation, inyectará potencia y energía al sistema mediante contratos de largo plazo con EDE Norte, EDE Sur y EDE Este.

Además de lo anterior, EGE Haina recibe ingresos por potencia a firme, la cual se calcula sobre la base de su tasa de disponibilidad durante las horas de máxima demanda, con una estadística mensual para 10 años o la máxima histórica desde el inicio de su operación comercial.

En el caso de Termoyopal Generación, la estrategia de la compañía es participar activamente en las licitaciones, con el fin de mantener cerca del 90% de su capacidad contratada. A la fecha, la filial mantiene PPAs con 6 compañías, sin embargo, se observa que su plazo tiende a ser menor, con múltiples contratos que vencen entre 2023 y 2025, lo cual expone a la filial a un riesgo de recontractación.

**PRINCIPALES INDICADORES DE LAS CUENTAS POR COBRAR**

Cifras trimestrales anualizadas cuando corresponda

	2020	2021	2022
Mora mayor a 60 días (%)	15,3%	39,8%	32,1%
Cartera bruta total / Ingresos (%)	25,7%	31,2%	18,1%
Cartera mora mayor a 60 días / Ingresos (%)	3,9%	12,4%	5,8%
Cartera con EERR / Ingresos (%)	1,0%	0,6%	0,5%

Fuente: Elaboración propia en base a información otorgada por la empresa.

A lo anterior, se suma que la filial obtiene un cargo por confiabilidad garantizado hasta 2028 para las unidades nuevas, el cual está en torno a los US\$ 21 millones anuales.

En el caso de Termoyopal Gas, la compañía cuenta con contratos con actores importantes del mercado de comercialización de gas en Colombia.

Dentro del análisis, se incorpora la posibilidad de que los PPAs de ambas filiales concluyan antes del vencimiento de la deuda que planea emitir HIC, especialmente para Termoyopal. Sin embargo, se observa que este riesgo está mitigado por la estrategia comercial previamente mencionada, la cual se espera se mantenga durante los próximos años.

**MENORES NIVELES DE CUENTAS POR COBRAR**

Al analizar las cuentas por cobrar de HIC al cierre de 2022, se aprecia una mejora en la calidad de la cartera, dada la disminución de la morosidad. Asimismo, se aprecia que la cartera bruta sobre ingresos representa un 18,1% al cierre de 2022.

La mora mayor a 60 días corresponde al 32,1% de la cartera total de cuentas por cobrar brutas, mientras que la proporción de la cartera con mora mayor a 60 días sobre ingresos fue de un 5,8%.

Dentro de la cartera de cuentas por cobrar a empresas relacionadas, se consideran las cuentas con Domicem, Pasteurizadora Rica y Gerdau Metaldom.

**SISTEMA ELÉCTRICO DE REPÚBLICA DOMINICANA MANTIENE PROBLEMAS ESTRUCTURALES A NIVEL DE DISTRIBUCIÓN**

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. 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 mantuvo un nivel de atraso relevante.

De manera relativamente periódica, desde 2015 se han realizado operaciones de reconocimiento de deuda con las empresas distribuidoras, la Corporación Dominicana de Empresas Eléctricas Estatales y el Banco de Reservas de la República Dominicana. A la fecha, el Ministerio de Hacienda se ha hecho cargo de las cuentas de las distribuidoras, manteniéndose al día con los pagos.

Sin embargo, estas operaciones no resuelven el problema de fondo en un país con tasas de demanda creciente de energía, donde el desafío es lograr una mayor flexibilidad en las tarifas de distribución. Ello, de tal manera de que éstas reflejen los costos reales, tendiendo a mitigar la necesidad de subsidios externos, que impactan directamente al generador.

El 16 de agosto de 2020, a través del Decreto 342-20, se estableció la Comisión Liquidadora de la Corporación Dominicana de Empresas Eléctricas Estatales (CLICDEEE), con el objetivo de gestionar el proceso de liquidación de esta entidad. Dentro de este proceso, se contempla la cesión de los contratos de electricidad que posee a las empresas de distribución, eliminando así el intermediario entre las distribuidoras y generadoras. Se espera que esto contribuya a fortalecer la institucionalidad del sector y, eventualmente, a reducir la necesidad de subsidios.

Feller Rate espera que, a medida que se avancen en mejoras estructurales, el sector eléctrico disminuya su nivel de riesgo relativo, aumentando el atractivo de la industria para inversionistas.

## INDUSTRIAS ALTAMENTE ATOMIZADAS E INTENSIVAS EN CAPITAL

La industria de generación eléctrica dominicana se encuentra altamente atomizada, conformada por 26 empresas, según lo indicado en la memoria anual 2022 del Organismo Controlador del Sistema Eléctrico Nacional Interconectado (SENI).

Históricamente, la matriz energética de República Dominicana ha dependido de los precios de los combustibles fósiles –en especial del *fuel oil*–, donde, en periodo de alzas, las empresas de distribución aumentan sus costos y enfrentan mayores necesidades de subsidios.

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 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 eficientes. 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.

Sin embargo, durante los últimos periodos se ha dado paso a otras tecnologías más eficientes y limpias, como parques eólicos y solares, que han permitido disminuir el precio *spot* del mercado mayorista.

La industria de generación colombiana, en tanto, también muestra un alto nivel de competitividad.

Al contrario de República Dominicana, la matriz energética de Colombia se encuentra concentrada en fuentes hidro, lo cual conlleva sus propios riesgos, dada la dependencia del país en fuentes hidro.

Cabe destacar que el mercado muestra oportunidades potenciales de crecimiento, dado que el consumo de energía per cápita es menor al promedio de América Latina. Se espera que, entre 2023 y 2036, se registre un CAGR de la demanda en torno al 3,0%.

## FACTORES ESG CONSIDERADOS EN LA CALIFICACIÓN

### — AMBIENTALES

A la fecha, la mayor parte de la matriz de generación de HIC es en base a energía térmica: gas natural, carbón y petróleo. En los últimos años, sin embargo, la compañía (a través de su filial EGE Haina) ha invertido en aumentar su portafolio de generación en base a energías renovables, las cuales consideran energía eólica y solar, que a la fecha alcanzan un 30,9% de su matriz.

El eje de la estrategia de crecimiento de los próximos años de HIC está en el crecimiento en energías renovables, para lo cual hay un compromiso explícito de parte de su filial de alcanzar los 526,5 MW de energías renovables a 2026, según lo establecido en los documentos del bono 144-A emitido por EGE Haina en noviembre de 2021.

### — SOCIALES

En este aspecto, los principales actores sociales vinculados a HIC son sus trabajadores. Al respecto, la compañía busca asegurar un entorno seguro y saludable a su personal, junto con ofrecer posibilidades de desarrollo profesional en base al desempeño y en las oportunidades de crecimiento.

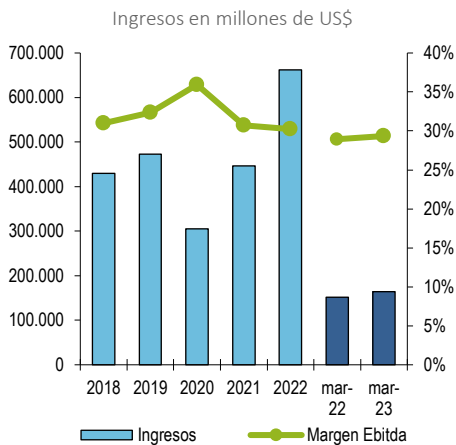
### — GOBIERNOS CORPORATIVOS

HIC cuenta con un consejo de administración de 4 miembros. Asimismo, la compañía promueve para sí y para sus filiales el regirse bajo las buenas prácticas de gobiernos corporativos.

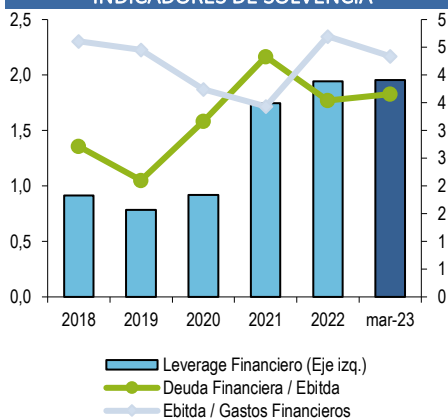
Cada una de las subsidiarias de HIC cuenta con los siguientes elementos de gobiernos corporativos: Asamblea de Accionistas, Junta Directiva y/o Consejo, Comité de Auditoría, Comité de Riesgos, Gerente General y Oficial de Cumplimiento.



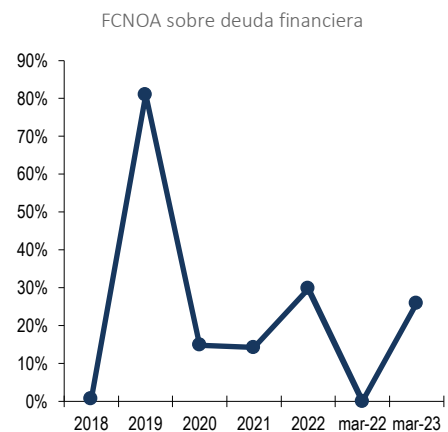
## EVOLUCIÓN DE INGRESOS Y MÁRGENES



## EVOLUCIÓN ENDEUDAMIENTO E INDICADORES DE SOLVENCIA



## INDICADORES DE COBERTURA



## POSICION FINANCIERA

SATISFACTORIA

### RESULTADOS Y MÁRGENES:

Ingresos al alza, gracias a mayores ventas de energía tanto en EGE Haina como Termoyopal

La principal fuente de generación de flujos de HIC, a nivel individual, es el pago de dividendos por parte de sus dos filiales, EGE Haina y Termoyopal.

Cabe destacar que la compañía mantiene el control de ambas filiales, lo cual le da la capacidad para definir las distribuciones de dividendos, que son bastante agresivas. A su vez, HIC no mantiene una política de dividendos, esta se define en base a las necesidades de inversión y manejo de flujo de las filiales.

En 2022, la compañía recibió dividendos por US\$ 39,7 millones, una caída de 18,5% en comparación a 2021, que ascendió a US\$ 52,5 millones (este monto incorpora el reparto parcial que se hizo con la emisión de bonos 144 A). Se espera que los flujos percibidos en forma de dividendos durante 2023 disminuyan, permitiendo mantener caja en sus filiales para financiar proyectos e impuestos relevantes, pero permitiendo a la empresa pagar sus vencimientos de deuda.

A nivel consolidado, los ingresos de HIC hasta 2019 tenían una fuerte exposición al spot, lo cual provocaba que sus ingresos y márgenes dependieran en parte de la evolución del precio en el mercado. Dado que la matriz de generación de República Dominicana está principalmente compuesta por sistemas térmicos, esto provoca que el precio del mercado spot se encuentre fuertemente ligado a la evolución del precio de los combustibles fósiles.

Desde 2020 en adelante, la compañía aumento fuertemente la proporción de sus ingresos que provienen de contratos PPA, lo que permite otorgar estabilidad al margen y disminuir la exposición a variaciones en los precios spot que puedan impactar negativamente los márgenes. Al cierre de 2022, un 70,1% de los ingresos de HIC correspondían a ventas de energía por contrato.

Los ingresos de HIC al cierre de marzo de 2023 muestran un alza del 8,2% respecto de lo registrado en igual mes del año anterior, alcanzando los US\$ 164,2 millones, producto de las mayores ventas de energía al spot y por el incremento en las ventas de combustibles.

Los costos de venta, en tanto, fueron de US\$ 109,8 millones, lo cual representa un incremento del 7,4% en comparación a marzo de 2022, producto de la presión en los precios internacionales de los combustibles ligado al escenario internacional y la mayor compra de energía en el mercado spot. Por su parte, los gastos de administración y ventas de HIC tuvieron una disminución del 2,2%, alcanzando los US\$ 19,2 millones, producto de menos gastos de depreciación.

El Ebitda del periodo fue de US\$ 48,2 millones, un incremento del 9,7% respecto de marzo de 2022. El margen Ebitda, en tanto, fue de 29,3%, debajo del promedio de los últimos 5 años.

Respecto de la capacidad de generación operacional de HIC, esta ha presentado un Flujo de Caja Neto Operacional (FCNO) con una alta variabilidad, producto de las necesidades de capital de trabajo que surgen del inestable patrón de pago de las

**PRINCIPALES FUENTES DE LIQUIDEZ**

- Caja y equivalentes, al cierre de marzo de 2023, de US\$ 137 millones.
- Flujo de fondos operativos consistentes con un margen Ebitda en el rango considerado en nuestro escenario base.
- Existencia de líneas de crédito y un monto pendiente de colocación por US\$ 65 millones.

**PRINCIPALES USOS DE LIQUIDEZ**

- Amortización de obligaciones financieras acordadas al calendario de vencimientos.
- Inversiones y requerimientos de capital de trabajo según el plan de crecimiento comprometido.
- Dividendos según política de reparto.

distribuidoras. Al cierre de diciembre de 2022, el indicador de FCNO sobre deuda financiera fue de 29,8% mientras que, a marzo de 2023, disminuyó levemente situándose en 25,9%.

Feller Rate espera que los márgenes y los ingresos de la compañía mantengan una trayectoria estable en el corto plazo, dado el portafolio actual de contratos PPAs y por los contratos de largo plazo de suministro, que permiten mitigar en parte la variación de los precios internacionales del gas y del petróleo.

Junto con lo anterior, la rentabilización de las actuales y futuras inversiones en generación eficiente y en energías renovables permitirán que la compañía proteja su capacidad de generación operacional en el mediano plazo.

**ENDEUDAMIENTO Y COBERTURAS:**

Aumento de la deuda producto de emisiones de fideicomiso Larimar I y de financiamiento de proyectos, provoca deterioro transitorio en los indicadores.

Al cierre de marzo de 2023, la deuda financiera consolidada de HIC alcanza los US\$ 748,3 millones, lo cual representa un alza del 21,7% respecto de lo registrado en igual mes del año pasado. Lo anterior se explica mayor deuda en sus filiales y por el financiamiento de nuevos negocios en República Dominicana.

En octubre de 2021, para financiar la adquisición de Termoyopal, HIC obtuvo un crédito bancario por US\$ 118 millones, a un plazo de 5 años. Para refinanciar este monto la empresa inscribió un Programa de Emisión de Bonos Corporativos en el mercado dominicano por US\$ 105 millones, con un vencimiento de hasta 10 años y una amortización del capital tipo *bullet*. Los fondos que faltan por colocar de este Programa ascienden a US\$ 65 millones y serán destinados para inversiones de capital en la República Dominicana.

La primera, segunda, tercera y cuarta colocación del programa de HIC se realizaron entre febrero y mayo de 2023, por un monto de US\$ 5 millones, US\$ 10 millones, US\$ 10 millones y US\$ 15 millones, respectivamente.

En noviembre de 2022, marzo de 2023 y abril de 2023 se realizaron la tercera, cuarta y quinta colocación de emisiones del Fideicomiso Larimar I, el cual es filial de EGE Haina. Esta emisión fue por US\$ 10 millones cada una y los fondos serán utilizados por EGE Haina para el financiamiento de proyectos de energía renovable.

Este incremento en la deuda fue compensado con el incremento en el Ebitda, viéndose reflejado en los indicadores de cobertura de la compañía, con indicadores de deuda financiera sobre Ebitda, cobertura de gastos financieros y deuda financiera neta sobre Ebitda de 3,5 veces; 4,7 veces y 2,9 veces al cierre de 2022, mientras que a marzo de 2023 fueron de 3,7 veces; 4,5 veces y 3,0 veces. A modo de comparación, al cierre de diciembre de 2021, estos indicadores fueron de 4,3 veces; 3,4 veces y 3,8 veces, respectivamente.

Dado el plan de inversiones que contempla la compañía para los próximos años, se espera que su stock de deuda aumente generando mayor presión en los indicadores de cobertura, llegando a un máximo en torno a las 3,0 veces en el indicador de deuda financiera neta sobre Ebitda, para disminuir hacia un rango entre 2,5 a 2,0 veces, a medida que entran en operación los nuevos activos de generación.

A nivel individual, la deuda financiera de HIC alcanza los US\$ 87,3 millones al cierre de diciembre de 2022, lo cual corresponde a la deuda mencionados anteriormente.

## LIQUIDEZ INDIVIDUAL: SUFICIENTE

HIC presenta una adecuada flexibilidad financiera, la cual se sustenta en la capacidad esperada de sus filiales para repartir utilidades, en el perfil de largo plazo de su endeudamiento y en su capacidad de acceso a los mercados financieros. Sin embargo, su liquidez se ve impactada por la política de dividendos que mantendrá la compañía en los próximos años.

Asimismo, se debe considerar que, al ser dependiente de los dividendos de sus filiales, su generación de flujos dependerá del desempeño de estas.

A nivel de holding, se observa una posición de liquidez más fuerte ya que la capacidad de generación de flujos de las filiales y su acceso a líneas de crédito permiten cumplir con holgura sus obligaciones financieras.

Así, a nivel consolidado, el análisis contempla una caja y equivalentes a marzo de 2023 de US\$ 137,0 millones, una generación de flujos de operación que podría verse impactada en caso de ocurrir demoras en el pago de las facturas por parte de las DISCOs.

El uso de fondos considera principalmente vencimientos de corto plazo y el financiamiento del plan de inversiones de EGE Haina y Termoyopal.

	30 Jun 2022	1 Feb 2023	27 Jul 2023
Solvencia	A+	A+	A+
Perspectivas	Estables	Estables	Estables
Bonos	A+	A+	A+

## RESUMEN FINANCIERO CONSOLIDADO

Cifras en miles de dólares

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Mar-22*	Mar-23*
Ingresos Operacionales	332.668	329.851	429.521	473.134	305.453	447.073	662.167	151.690	164.184
Ebitda <sup>(1)</sup>	102.588	99.288	133.153	153.206	109.744	137.316	200.215	43.892	48.162
Resultado Operacional	65.206	59.919	91.535	108.409	63.349	85.946	141.683	29.816	35.204
Ingresos Financieros	10.602	17.201	19.227	34.210	5.467	5.307	9.031	1.440	2.313
Gastos Financieros	-23.031	-27.529	-28.920	-34.381	-29.355	-39.977	-42.614	-10.568	-15.088
Ganancia (Pérdida) del Ejercicio	5.743	32.643	52.380	77.975	36.961	43.299	73.665	15.783	12.445
Flujo Caja Neto de la Operación (FCNO)	112.511	139.394	2.347	261.007	51.512	84.513	211.178	52.299	35.096
Flujo Caja Neto de la Operación Ajustado (FCNOA)	112.511	139.394	2.347	261.007	51.512	84.513	211.178	52.299	35.096
FCNO Libre de Intereses Netos y Dividendos Pagados	93.539	111.526	-24.749	228.733	22.656	56.024	182.743	53.804	37.269
Inversiones en Activos Fijos Netas	73.048	-15.983	-76.312	-7.843	-62.268	-37.373	-215.133	-12.734	-57.986
Inversiones en Acciones						-99.647			-9.839
Flujo de Caja Libre Operacional	166.587	95.543	-101.060	220.890	-39.612	-80.997	-32.391	41.070	-30.556
Dividendos Pagados	-146.060	-37.500	-60.800	-60.798	-70.498	-72.496	-22.502	-1	0
Flujo de Caja Disponible	20.527	58.043	-161.861	160.092	-110.110	-153.493	-54.892	41.069	-30.557
Otros Movimientos de Inversiones	652					-243	-13	-3	-6
Flujo de Caja Antes de Financiamiento	21.179	58.043	-161.861	160.092	-110.110	-153.737	-54.905	41.067	-30.563
Variación de Deudas Financieras	-6.309	97.739	-34.879	-34.798	41.848	126.857	98.436	16.859	37.340
Otros Movimientos de Financiamiento						502	23.060		-383
Flujo de Caja Neto del Ejercicio	14.870	155.782	-196.739	125.294	-68.262	-26.377	66.590	57.926	6.394
Caja Inicial	81.623	96.493	252.275	55.536	180.829	112.568	86.190	86.190	152.777
Caja Final	96.493	252.275	55.536	180.829	112.568	86.190	152.781	144.117	159.172
Caja y Equivalentes	96.493	252.275	55.536	180.829	112.568	71.388	136.706	126.004	136.957
Cuentas por Cobrar Clientes	70.037	51.480	210.257	67.522	78.499	139.343	120.062	150.045	123.576
Inventario	35.490	35.469	34.263	37.568	41.507	57.669	58.313	61.650	59.160
Deuda Financiera <sup>(2)</sup>	296.495	389.895	361.230	322.083	347.509	594.804	708.879	614.693	748.254
Activos Totales	854.187	972.122	977.174	933.548	915.925	1.166.862	1.366.150	1.253.264	1.441.794
Pasivos Totales	454.463	577.254	582.464	523.330	537.290	826.295	1.001.311	887.929	1.058.997
Patrimonio + Interés Minoritario	399.725	394.868	394.709	410.218	378.634	340.567	364.839	365.335	382.797

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

(2) Deuda financiera incluye pasivos por arrendamientos debido a NIIF 16

\* Estado financiero interino a marzo de 2023. Estados auditados 2016, 2017, 2018, 2019, 2020, 2021 y 2022.

## PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Mar-22*	Mar-22*
Margen Bruto (%)	40,6%	38,0%	44,6%	46,0%	55,0%	46,6%	45,0%	32,6%	33,1%
Margen Operacional (%)	19,6%	18,2%	21,3%	22,9%	20,7%	19,2%	21,4%	19,7%	21,4%
Margen Ebitda (%)	30,8%	30,1%	31,0%	32,4%	35,9%	30,7%	30,2%	28,9%	29,3%
Rentabilidad Patrimonial (%)	1,4%	8,3%	13,3%	19,0%	9,8%	12,7%	20,2%	0,0%	18,4%
Costo/Ventas	59,4%	62,0%	55,4%	54,0%	45,0%	53,4%	55,0%	67,4%	66,9%
Gav/Ventas	21,0%	19,8%	23,3%	23,0%	34,2%	27,4%	23,6%	12,9%	11,7%
Días de Cobro	75,8	56,2	176,2	51,4	92,5	112,2	65,3	n.d	65,9
Días de Pago	125,4	154,9	200,2	145,7	246,1	192,3	182,0	n.d	190,8
Días de Inventario	64,6	62,4	51,9	52,9	108,6	87,0	57,6	n.d	57,3
Endeudamiento Total	1,1	1,5	1,5	1,3	1,4	2,4	2,7	2,4	2,8
Endeudamiento Financiero	0,7	1,0	0,9	0,8	0,9	1,7	1,9	1,7	2,0
Endeudamiento Financiero Neto	0,5	0,3	0,8	0,3	0,6	1,5	1,6	1,3	1,6
Deuda Financiera / Ebitda (vc)	2,9	3,9	2,7	2,1	3,2	4,3	3,5	n.d	3,7
Deuda Financiera Neta / Ebitda (vc)	1,9	1,4	2,3	0,9	2,1	3,8	2,9	n.d	3,0
Ebitda / Gastos Financieros (vc)	4,5	3,6	4,6	4,5	3,7	3,4	4,7	n.d	4,3
FCNOA / Deuda Financiera (%)	37,9%	35,8%	0,6%	81,0%	14,8%	14,2%	29,8%	n.d	25,9%
FCNOA / Deuda Financiera Neta (%)	56,3%	101,3%	0,8%	184,8%	21,9%	16,1%	36,9%	n.d	31,7%
Liquidez Corriente (vc)	2,5	2,4	1,7	1,9	1,4	1,2	1,2	1,4	1,1

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

(2) Deuda financiera incluye pasivos por arrendamientos debido a NIIF 16

\* Estado financiero interino a marzo de 2023. Estados auditados 2016, 2017, 2018, 2019, 2020, 2021 y 2022.

## CARACTERÍSTICAS DE LOS INSTRUMENTOS

### Emisión de Bonos Corporativos

Número de Registro	SIVEM 164
Valor total del Programa de Emisión	US\$ 105.000.000
Valor de cada Emisión	Por determinar
Fecha de Colocación	27-09-2022
Covenants	No contempla
Emisiones inscritas al amparo del programa	4
Conversión	No considera
Resguardos	Suficientes
Garantías	Quirografarias

### Emisión de Bonos Vigentes

	1	2	3	4
Al amparo del Programa	SIVEM-164	SIVEM-164	SIVEM-164	SIVEM-164
Monto de la emisión	US\$5.000.000	US\$10.000.000	US\$10.000.000	US\$15.000.000
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	17-02-2033	23-03-2033	28-04-2033	28-05-2033
Pago de intereses	Mensual	Mensual	Mensual	Mensual
Tasa de interés	8,35%	8,35%	8,35%	8,35%
Conversión	No considera	No considera	No considera	No considera
Resguardos	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes
Garantías	Quirografarias	Quirografarias	Quirografarias	Quirografarias

## NOMENCLATURA DE CALIFICACIÓN

## CALIFICACIÓN DE SOLVENCIA Y TÍTULOS DE DEUDA DE LARGO PLAZO

- Categoría AAA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría AA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría A: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría BBB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría BB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retraso en el pago de intereses y el capital.
- Categoría B: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en pérdida de intereses y capital.
- Categoría C: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de pérdida capital y de intereses.
- Categoría D: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, y que presentan incumplimiento efectivo de pago de intereses y capital, o requerimiento de quiebra en curso.
- Categoría E: Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información suficiente o representativa para el período mínimo exigido y además no existen garantías suficientes.

Adicionalmente, para las categorías de riesgo entre AA y B, la Calificadora utiliza la nomenclatura (+) y (-), para otorgar una mayor graduación de riesgo relativo.

## TÍTULOS DE DEUDA DE CORTO PLAZO

- Nivel 1 (N-1): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Nivel 2 (N-2): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Nivel 3 (N-3): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Nivel 4 (N-4): Corresponde a aquellos instrumentos cuya capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, no reúne los requisitos para calificar en los niveles N-1, N-2 o N-3.
- Nivel 5 (N-5): Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información representativa para el período mínimo exigido para la calificación, y además no existen garantías suficientes.

Adicionalmente, para aquellos títulos con calificaciones en Nivel 1, Feller Rate puede agregar el distintivo (+).

Los títulos con calificación desde Nivel 1 hasta Nivel 3 se consideran de “grado inversión”, al tiempo que los calificados en Nivel 4 como de “no grado inversión” o “grado especulativo”.

## ACCIONES

- Primera Clase Nivel 1: Títulos con la mejor combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 2: Títulos con una muy buena combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.

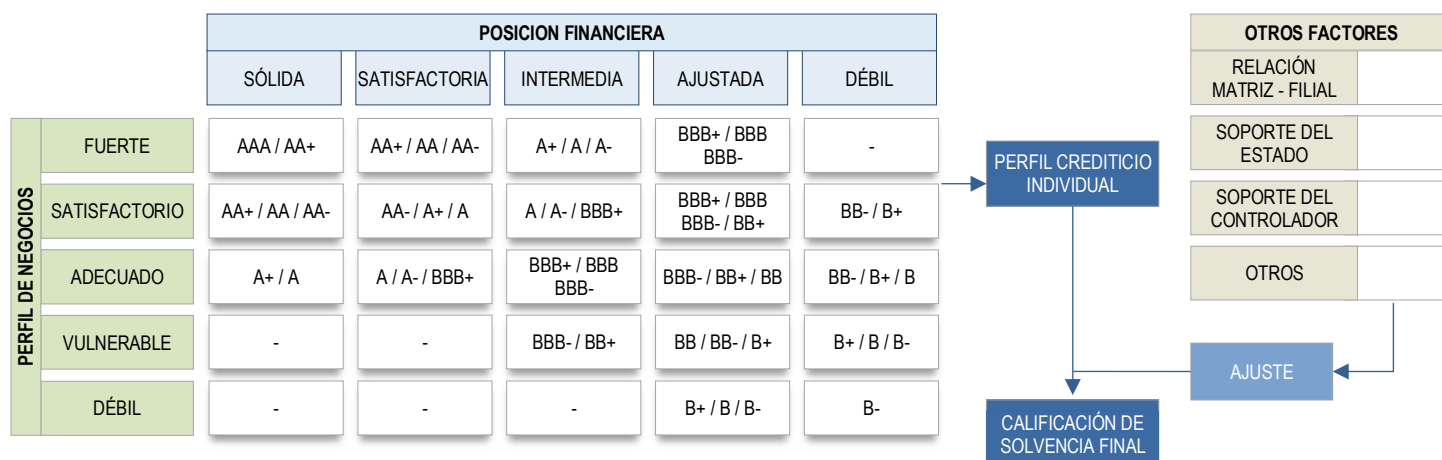
- Primera Clase Nivel 3: Títulos con una buena combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 4: Títulos accionarios con una razonable combinación de solvencia, y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Segunda Clase (o Nivel 5): Títulos accionarios con una inadecuada combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Sin Información Suficiente: Títulos accionarios cuyo emisor no presenta información representativa y válida para realizar un adecuado análisis.

## DESCRIPTORES DE LIQUIDEZ

- **Robusta:** La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite incluso ante un escenario de stress severo que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses.
- **Satisfactoria:** La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite cumplir con holgura el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un escenario de stress severo que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- **Suficiente:** La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un escenario de stress moderado que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- **Ajustada:** La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite mínimamente cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un pequeño cambio adverso en las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- **Insuficiente:** La empresa no cuenta con una posición de liquidez que le permita cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses.

## MATRIZ DE RIESGO CREDITICIO INDIVIDUAL Y CALIFICACIÓN FINAL

La matriz presentada en el diagrama entrega las categorías de riesgo indicativas para diferentes combinaciones de perfiles de negocio y financieros. Cabe destacar que éstas se presentan sólo a modo ilustrativo, sin que la matriz constituya una regla estricta a aplicar.



La opinión de las Sociedades Calificadoras de Riesgo no constituye 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 disponible y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la Sociedad Calificadora de Riesgo la verificación de la autenticidad de la misma. Las calificaciones otorgadas por Feller Rate son de su responsabilidad en cuanto a la metodología y criterios aplicados, y expresan su opinión independiente sobre la capacidad de las sociedades para administrar riesgos. La información presentada en estos análisis proviene de fuentes consideradas altamente confiables; sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, Feller Rate Sociedad Calificadora de Riesgo 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.