

31 Ene 2024 13 Ago. 2024

Solvencia	A+	A+
Perspectivas	Estables	Estables

*Detalle de calificaciones y nomenclaturas en Anexo

INDICADORES CONSOLIDADOS RELEVANTES

	2022	2023	Jun.24*
Endeudamiento total	0,5	0,1	0,2
Endeudamiento financiero	0,4	0,1	0,1
Ebitda Ajustado / Gastos Financieros	4,5	2,2	-0,1
Deuda Financiera Neta / Ebitda Ajustado	1,6	3,1	-46,1
FCNO Anual/ Deuda Financiera	-5%	15%	-112%
Liquidez corriente	1,4	0,4	0,9

*Indicadores están anualizados donde corresponda.

**Resultados a junio no auditados

PERFIL DE NEGOCIOS: SATISFACTORIO

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

FUNDAMENTOS

La calificación "A+" asignada a la solvencia, bonos 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 del parque generador de su principal inversión, EGE Haina, 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, mitigado por la posición competitiva de compañía, lo que le permitiría mantener una política de contratación de 90%.

A la fecha, a nivel consolidado HIC (considerando EGE Haina y Termoyopal) posee una capacidad instalada total de 1.335 MW, los cuales corresponden en un 86,1% a unidades ubicadas en República Dominicana, mientras que el 13,9% restante corresponde a la planta de gas natural que mantienen en Colombia.

La generación consolidada 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 diciembre de 2023 representaban el 29,6% de la capacidad instalada. Se espera que en los próximos años la capacidad renovable de HIC siga aumentando, de la mano del plan de inversiones de su subsidiaria EGE Haina, el cual contempla la incorporación de 1.000 MW de capacidad instalada renovable hacia 2030.

El 23 de noviembre de 2023 HIC contribuyó sus acciones de EGE Haina al Fondo de Inversión Cerrado de Desarrollo de Infraestructuras Energéticas I (FICDIE I), mediante una transacción de venta de acciones y posterior adquisición de cuotas de oferta pública del mismo. A diciembre de 2023, HIC mantenía el 99,97% de las cuotas del FICDIE I.

Dado esto, a partir del 1 de enero de 2023, HIC pasó a ser una entidad de inversión de acuerdo con la NIIF 10 (Nota 2.2 de los EEFF), por lo que ya no prepara estados financieros consolidados.

En 2023, la compañía recibió dividendos por US\$ 28,5 millones, una caída de 28,2% en comparación a 2022, que ascendió a US\$ 39,7 millones, esto debido a la estrategia de la empresa de mantener caja en sus filiales para financiar proyectos e impuestos relevantes, pero pagando a HIC lo necesario para pagar sus vencimientos de deuda.

Luego de realizar las primeras cuatro colocaciones de su programa de emisión en 2023, la deuda de la compañía alcanzó los US\$ 79,6 millones, con lo que el indicador de deuda financiera neta sobre dividendos llegó a las 2,5 veces al cierre de 2023, manteniéndose en línea con su clasificación.

Durante 2024, específicamente en febrero, marzo y mayo de 2024, la compañía realizó la quinta, sexta y séptima colocación del programa de emisión, por US\$ 5 millones, US\$ 5 millones y US\$ 15 millones, respectivamente, usando parte de los fondos obtenidos para refinanciar pasivos de corto plazo.

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

De esta forma, a junio 2024 la deuda financiera de la compañía ascendió a los US\$79,6 millones, considerando US\$ 65,0 millones asociados a bonos locales y US\$15 millones a crédito bancario revolvente con vencimiento en julio 2028.

En opinión de Feller Rate, la transacción realizada por la compañía le permitirá a financiar un plan de inversiones exigente a través de flujos provenientes de los nuevos aportantes del FICDIE I, quitándole presión a los requerimientos de financiamiento de HIC. En contrapartida, se considera la disminución de los flujos provenientes de EGE Haina y la mayor dependencia de los dividendos recibidos desde Termoyopal. Sin embargo, esta última es una compañía con una política financiera conservadora, que tiene niveles de deuda bajos y una buena capacidad de generación de flujos.

La liquidez de la compañía a nivel individual se considera suficiente, y se sustenta principalmente en que los flujos obtenidos desde el FICDIE I y Termoyopal le permitan a la compañía pagar sus compromisos financieros.

PERSPECTIVAS: ESTABLES

ESCENARIO BASE: Feller Rate considera que EGE Haina y Termoyopal mantendrán su perfil de riesgo crediticio, con una consistente estrategia comercial y una conservadora estrategia de contratación de nuevos proyectos.

Incorpora, asimismo que el plan de inversiones se financiará con recursos propios de la generación de efectivo y la inyección de recursos de los nuevos aportantes del FICDIE I, que le permitan mantener el indicador de deuda financiera neta sobre dividendos, 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 sus indicadores crediticios.

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

- Inversión indirecta en EGE Haina, que 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 la matriz de generación de sus inversiones, mitigado en parte con fuerte inversión en generación eficiente en los últimos años.
- Satisfactoria 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

- Dependencia del reparto de dividendos de sus activos subyacentes.
- Endeudamiento estructurado en el largo plazo.

- Posición de liquidez individual calificada como suficiente.

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 una entidad de inversión donde su principal inversión es en Fondo de Inversión Cerrado de Desarrollo de Infraestructuras Energéticas I (FICDIE I) que posee el 50% de participación en EGE Haina, la cual cuenta con 1.149,0 MW de capacidad de energía eléctrica en el Sistema Eléctrico Nacional Interconectado (SENI). Asimismo, también mantiene como inversión Termoyopal en Colombia, planta de GN de 186 MW y una porción menor de flujos de comercialización de gas.

De esta forma, la empresa financia sus operaciones a través de pasivos de largo plazo.

PERFIL DE NEGOCIOS

SATISFACTORIO

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.

Durante 2022, 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.

El 23 de noviembre de 2023 HIC contribuyó sus acciones de EGE Haina al Fondo de Inversión Cerrado de Desarrollo de Infraestructuras Energéticas I (FICDIE I), mediante una transacción de venta de acciones y posterior adquisición de cuotas de oferta pública del mismo, manteniendo al 31 de diciembre de 2023 el 99,97% de la propiedad del FICDIE.

SATISFACTORIA POSICIÓN COMPETITIVA DE SU PRINCIPAL ACTIVO, EGE HAINA

En República Dominicana, tiene una inversión indirecta en EGE Haina que es el mayor generador eléctrico privado en el país, con un parque generador de 13 plantas con una capacidad instalada total de 1.149,0 MW, de los cuales 1.115,1 MW son de propiedad de la compañía, 25,6 MW son arrendados y comercializados por la empresa y 8,3 MW son operados por EGE Haina y son propiedad de terceros.

Gracias a un alto factor de disponibilidad de sus plantas generadoras, la compañía generó 3.664,4 GWh durante 2023, reafirmando su posicionamiento en el Sistema Eléctrico Nacional Interconectado (SENI).

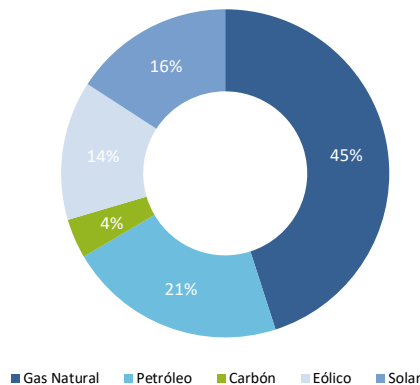
Termoyopal, en tanto, es una planta a gas natural ubicada en la región de Casanare en Colombia, con una capacidad instalada de cerca de 186 MW, representando alrededor del 1,1% de la generación real inyectada al sistema. Al ser un único activo, no está dentro de los principales generadores del país. 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 2023, la generación de Termoyopal alcanzó los 1.341,9 GWh, el máximo generado en el horizonte de estudio, además de contar con una disponibilidad superior al 97%.

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

CAPACIDAD INSTALADA POR TIPO DE COMBUSTIBLE

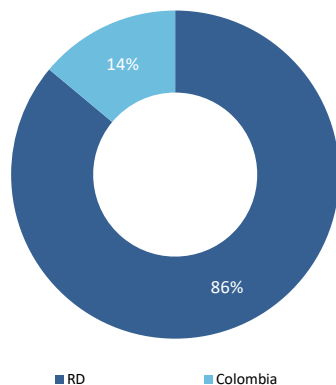
A diciembre 2023



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

CAPACIDAD INSTALADA POR PAÍS

A diciembre de 2023



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

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 eléctrica, 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.

EXPOSICIÓN A LOS PRECIOS DE COMBUSTIBLES DADO EL CARÁCTER PRINCIPALMENTE TÉRMICO DE SUS OPERACIONES, MITIGADO EN PARTE POR CONTRATOS DE ABASTECIMIENTO

La generación de HIC (considerando EGE Haina y Termoyopal) es principalmente térmica, en base a Gas natural, Fuel Oil, Diésel y Carbón por lo que los costos quedan expuestos a variación del precio de los combustibles, lo cual es mitigado a través de cláusulas de indexación en sus contratos con clientes y a contratos de abastecimiento de largo plazo.

Específicamente EGE Haina, cuenta con una capacidad instalada de generación de 415,2 MW de Gas natural; 211,5 MW Solar; 187,1 MW Fuel Oil; 183,3 MW Eólico; 100,0 MW Diésel y 519 MW Carbón. Termoyopal por su parte cuenta con el 100% de su capacidad instalada en base a gas natural.

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 empresas mitigan su exposición al alza de precios del gas en el mercado spot gracias a sus contratos.

CONCENTRACIÓN DE LA GENERACIÓN EN FUENTES TÉRMICAS. NO OBSTANTE, CRECIENTE DIVERSIFICACIÓN ASOCIADA A LA INVERSIÓN EN ERNC

Tal como se mencionó, la matriz de generación de HIC (considerando EGE Haina y Termoyopal) muestra una fuerte concentración en tecnologías térmicas, las cuales representan el 70,4% de su capacidad instalada.

A pesar de lo anterior, cabe destacar que el parque generador de 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.

A diciembre de 2023, el 18,4% de la capacidad instalada de EGE Haina correspondía a energía solar, y el 16,0% eólica. Esto a través de Quisqueya Solar, Girasol, Los Cocos y Larimar que son plantas de energía en operación.

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 2023 EGE Haina comenzó la construcción del proyecto solar Sojoma, que contaría con una capacidad instalada de 80 MW el cual se espera entre en operación durante el presente año.

Se espera que esta fuerte inversión en ERNC se mantenga en el futuro, dado que el plan estratégico de EGE Haina contempla incorporar 1.005 MW de ERNC a 2030, manteniendo a la fecha un pipeline de 715 MW en proyectos solares y 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 Termoyopal Generación del 50% de 6 empresas asociadas a ERNC en Colombia.

Por otra parte, más del 86% 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.

ESTRATEGIA COMERCIAL ENFOCADA EN MINIMIZAR EXPOSICIÓN AL MERCADO SPOT

La estrategia comercial de EGE Haina 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 2023, el 73,6% de los ingresos correspondió a ventas de energía y capacidad por contrato.

Al analizar el portafolio de PPAs vigentes de EGE Haina, se observa la proporción de ingresos que provenga de ventas de energía contratadas se mantenga por sobre el 70% en los próximos años. 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 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, esta compañía mantiene PPAs con 6 empresas, sin embargo, se observa que su plazo tiende a ser menor, con múltiples contratos que vencen entre 2023 y 2025, lo cual implica exposición al riesgo de recontractación.

A lo anterior, se suma que la Termoyopal 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 empresas 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.

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 subsidiaria indirecta 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 subsidiaria 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.

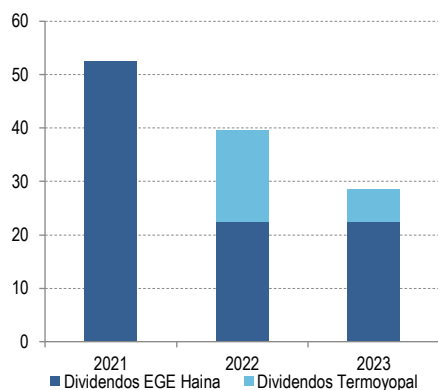
— GOBIERNOS CORPORATIVOS

HIC cuenta con un consejo de administración de 5 miembros. Asimismo, la compañía promueve para sí y para sus inversiones el regirse bajo las buenas prácticas de gobiernos corporativos.

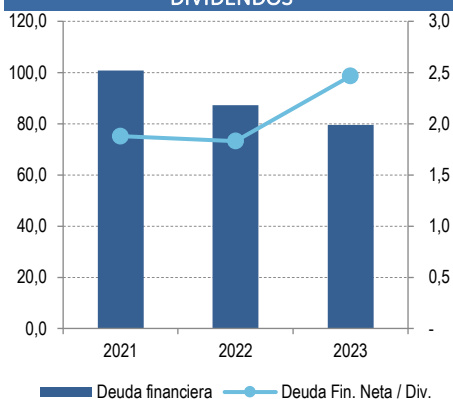
Cada una de las subsidiarias de HIC cuenta con los siguientes elementos de gobiernos corporativos: Asamblea de Accionistas, Junta Directiva y/o Consejo, Comité de Auditoría, Comité de Riesgos, Gerente General y Oficial de Cumplimiento.

EVOLUCIÓN DE DIVIDENDOS RECIBIDOS

Cifras en millones de US\$



EVOLUCIÓN DEUDA FINANCIERA SOBRE DIVIDENDOS



POSICION FINANCIERA

SATISFACTORIA

Aclaración: Hasta 2022, HIC había preparado estados financieros consolidados (Nota 2.2). A partir del 1 de enero de 2023, HIC pasó a ser una entidad de inversión de acuerdo con la NIIF 10 (Nota 2.2 de los EEFF), por lo que ya no prepara estados financieros consolidados.

Lo anterior luego de que en noviembre de 2023 se concretara la transferencia de la totalidad de su participación en el capital de la Empresa Generadora de Electricidad Haina, S. A. ("EGE Haina"), una de sus subsidiarias, al Fondo de Inversión Cerrado de Desarrollo de Infraestructuras Energéticas I ("FICDIE I"), entidad de inversión.

De esta forma, los EEFF diciembre de 2023 no son comparables con años anteriores.

RESULTADOS Y MÁRGENES:

Disminución en el reparto de dividendos a 2023, pero dentro de lo esperado en el escenario base

A nivel individual, los ingresos que recibe la sociedad están compuestos por dividendos provenientes del FICDIE I y Termoyopal, dada su estructura financiera. A su vez, los flujos que reciba del FICDIE I dependen de los resultados de EGE Haina.

Cabe destacar que la compañía mantiene el control de ambas inversiones, 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 empresas.

En 2023, la compañía recibió dividendos por US\$ 28,5 millones, una caída de 28,2% en comparación a 2022, que ascendió a US\$ 39,7 millones, esto debido a la estrategia de la empresa de mantener caja en sus filiales para financiar proyectos e impuestos relevantes, pero pagando a HIC lo necesario para pagar sus vencimientos de deuda.

A igual fecha, la composición de los dividendos se encontraba concentrada un 78,9% provenientes de EGE Haina (US\$ 22,5 millones) y un 21,1% de Termoyopal (US\$ 6 millones). Al respecto, se destaca la alta relevancia y calidad del aporte de dividendos provenientes desde EGE Haina, que ha representado sobre un 55% de participación en 2022 y 2023.

Sin embargo, ante la reciente venta de su participación en EGE Haina al FICDIE, y dada la entrada de nuevos aportantes a este, la compañía podría disminuir su participación en el fondo hasta 53%, lo que implicaría la disminución de los flujos provenientes de EGE Haina, y la mayor dependencia de los dividendos recibidos desde Termoyopal. Sin embargo, esta última es una compañía con una política financiera conservadora, que tiene niveles de deuda bajos y una buena capacidad de generación de flujos.

Feller Rate espera que tanto EGE Haina y Termoyopal, mantengan dividendos en torno a los rangos esperados en el escenario base, que le permitan a la compañía recibir flujos entre US\$30 - US\$45 millones.

PRINCIPALES FUENTES DE LIQUIDEZ

- Caja y equivalentes, al cierre de junio de 2024, de US\$ 1,9 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\$ 40 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.

ENDEUDAMIENTO Y COBERTURAS:

Pese a disminución de su deuda, el menor flujo de dividendos recibidos de sus inversiones implicó deterioro de indicadores, pero manteniéndose dentro de los rangos esperados

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 el 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*.

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.

Así, al cierre de diciembre de 2023, la deuda financiera de HIC alcanzó los US\$ 79,6 millones, mostrando una disminución respecto a diciembre 2022. Lo anterior se explica por la menor deuda financiera no corriente, asociada al pago del crédito bancario, financiado en parte con flujos obtenidos de la colocación de bonos.

Pese a la disminución de su deuda financiera a diciembre 2023 y dado el menor flujo de dividendos obtenidos de sus inversiones, la compañía registro un deterioro de sus indicadores de cobertura. Específicamente, el indicador de deuda financiera neta sobre dividendos llegó a las 2,5 veces, en comparación a las 1,8 veces registradas en 2022, no obstante, se mantiene dentro de los rangos considerados para su clasificación.

Durante 2024, específicamente en febrero, marzo y mayo de 2024, la compañía realizó la quinta, sexta y séptima colocación del programa de emisión, por US\$ 5 millones, US\$ 5 millones y US\$ 15 millones, respectivamente, usando parte de los fondos obtenidos para refinanciar pasivos de corto plazo.

De esta forma, a junio 2024 la deuda financiera de la compañía ascendió a los US\$79,6 millones, considerando US\$ 65,0 millones asociados a bonos locales y US\$15 millones a crédito bancario revolving con vencimiento en julio 2028.

Feller Rate, espera que la transacción realizada con el FICDIE I, la compañía pueda financiar un plan de inversiones exigente a través de flujos provenientes de los nuevos aportantes del FICDIE I, quitándole presión a los requerimientos de financiamiento de HI y manteniendo su deuda relativamente estable. Esto en conjunto con una recepción de dividendos similar 2023, permitiría a la compañía mantener un indicador de deuda financiera neta sobre dividendos en torno a las 2,5 veces a 2024.

LIQUIDEZ INDIVIDUAL: SUFICIENTE

HIC presenta una adecuada flexibilidad financiera, la cual se sustenta en la capacidad esperada de sus inversiones 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 del FIDIE I y de Termoyopal, su generación de flujos dependerá del desempeño de estas.

Así, se observa que la capacidad de generación de flujos de las inversiones y su acceso a líneas de crédito que permiten cumplir con holgura sus obligaciones financieras.

	30 Jun 2022	1 Feb 2023	27 Jul 2023	31 Ene 2024	13 Ago 2024
Solvencia	A+	A+	A+	A+	A+
Perspectivas	Estables	Estables	Estables	Estables	Estables
Bonos	A+	A+	A+	A+	A+

RESUMEN FINANCIERO CONSOLIDADO

Cifras en miles de dólares

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023**	Jun-23*	Jun-24*
Ingresos Operacionales	332.668	329.851	429.521	473.134	305.453	447.073		28.500		
Ebitda ⁽¹⁾	102.588	99.288	133.153	153.206	109.744	137.316	-2.715	22.843	-1.924	-421
Ebitda ajustado ⁽²⁾	102.588	99.288	133.153	153.206	109.744	137.316	36.985	22.843		
Resultado Operacional	65.206	59.919	91.535	108.409	63.349	85.946	-2.715	22.843	-1.924	-421
Ingresos Financieros	10.602	17.201	19.227	34.210	5.467	5.307		343		
Gastos Financieros	-23.031	-27.529	-28.920	-34.381	-29.355	-39.977	-8.268	-10.288	-6.689	-3.502
Ganancia (Pérdida) del Ejercicio	5.743	32.643	52.380	77.975	36.961	43.299	47.827	352.800	2.941	3.791
Flujo Caja Neto de la Operación (FCNO)	112.511	139.394	2.347	261.007	51.512	84.513	-4.331	11.604	17.281	-22.380
Flujo Caja Neto de la Operación Ajustado (FCNOA)	112.511	139.394	2.347	261.007	51.512	84.513	-4.331	11.604	17.281	-22.380
FCNO Libre de Intereses Netos y Dividendos Pagados	93.539	111.526	-24.749	228.733	22.656	56.024	-11.567	4.718	13.029	-25.608
Inversiones en Activos Fijos Netas	73.048	-15.983	-76.312	-7.843	-62.268	-37.373				
Inversiones en Acciones						-99.647				
Flujo de Caja Libre Operacional	166.587	95.543	-101.060	220.890	-39.612	-80.997	-11.567	4.718	13.029	-25.608
Dividendos Pagados	-146.060	-37.500	-60.800	-60.798	-70.498	-72.496		-12.500		
Flujo de Caja Disponible	20.527	58.043	-161.861	160.092	-110.110	-153.493	-11.567	-7.782	13.029	-25.608
Otros Movimientos de Inversiones	652					-243	40.071			
Flujo de Caja Antes de Financiamiento	21.179	58.043	-161.861	160.092	-110.110	-153.737	28.504	-7.782	13.029	-25.608
Variación de Deudas Financieras	-6.309	97.739	-34.879	-34.798	41.848	126.857	-14.263	-9.680	-24.684	18.000
Otros Movimientos de Financiamiento						502				
Flujo de Caja Neto del Ejercicio	14.870	155.782	-196.739	125.294	-68.262	-26.377	14.241	-17.462	-11.655	-7.608
Caja Inicial	81.623	96.493	252.275	55.536	180.829	112.568	12.517	26.758	26.758	9.481
Caja Final	96.493	252.275	55.536	180.829	112.568	86.190	26.758	9.296	15.103	1.873
Caja y Equivalentes	96.493	252.275	55.536	180.829	112.568	86.190	26.758	9.296	15.103	1.873
Cuentas por Cobrar Clientes	70.037	51.480	210.257	67.522	78.499	139.343		210	4	31.417
Inventario	35.490	35.469	34.263	37.568	41.507	57.669				
Deuda Financiera ⁽³⁾	296.495	389.895	361.230	322.083	347.509	594.804	87.316	79.563	62.992	79.587
Activos Totales	854.187	972.122	977.174	933.548	915.925	1.166.862	294.443	659.821	271.808	681.835
Pasivos Totales	454.463	577.254	582.464	523.330	537.290	826.295	92.470	83.946	67.206	102.169
Patrimonio + Interés Minoritario	399.725	394.868	394.709	410.218	378.634	340.567	201.974	575.875	204.602	579.666

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

(2) Ebitda ajustado incorpora dividendos recibidos en 2022.

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

* Estado financiero interino a junio de 2023 y 2024. Estados auditados 2016, 2017, 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 y 2023.

**Cambio de política contable a partir del período fiscal 2023 para presentar sus estados financieros como entidad de inversión en consonancia con la NIIF 10, lo cual implica que, a partir de dicho período, y en lo adelante, dejará de presentar sus subsidiarias consolidadas y presentará solamente los estados financieros individuales con sus inversiones medidas a valor razonable con efectos en resultados.

PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023**	Jun-23*	Jun-24*
Margen Bruto (%)	40,6%	38,0%	44,6%	46,0%	55,0%	46,6%	-	100,0%	-	-
Margen Operacional (%)	19,6%	18,2%	21,3%	22,9%	20,7%	19,2%	-	80,2%	-	-
Margen Ebitda (%) ⁽¹⁾	30,8%	30,1%	31,0%	32,4%	35,9%	30,7%	-	80,2%	-	-
Rentabilidad Patrimonial (%)	1,4%	8,3%	13,3%	19,0%	9,8%	12,7%	23,7%	61,3%	6,6%	2,6%
Costo/Ventas	59,4%	62,0%	55,4%	54,0%	45,0%	53,4%	-	0,0%	-	-
Gav/Ventas	21,0%	19,8%	23,3%	23,0%	34,2%	27,4%	-	19,8%	-	-
Días de Cobro	75,8	56,2	176,2	51,4	92,5	112,2	-	2,7	0,0	-
Días de Pago	125,4	154,9	200,2	145,7	246,1	192,3	-	-	-1,5	-
Días de Inventario	64,6	62,4	51,9	52,9	108,6	87,0	-	-	0,0	-
Endeudamiento Total	1,1	1,5	1,5	1,3	1,4	2,4	0,5	0,1	0,3	0,2
Endeudamiento Financiero	0,7	1,0	0,9	0,8	0,9	1,7	0,4	0,1	0,3	0,1
Endeudamiento Financiero Neto	0,5	0,3	0,8	0,3	0,6	1,5	0,3	0,1	0,2	0,1
Deuda Financiera / Ebitda (vc) ⁽²⁾	2,9	3,9	2,7	2,1	3,2	4,3	-32,2	3,5	-0,6	-47,2
Deuda Financiera Neta / Ebitda (vc) ⁽²⁾	2,9	3,9	2,7	2,1	3,2	4,3	2,4	3,5	-1,7	-47,2
Ebitda / Gastos Financieros (vc)	1,9	1,4	2,3	0,9	2,1	3,7	-22,3	3,1	-0,5	-46,1
FCNOA / Deuda Financiera (%) ⁽²⁾	1,9	1,4	2,3	0,9	2,1	3,7	1,6	3,1	-1,3	-46,1
FCNOA / Deuda Financiera Neta (%) ⁽²⁾	4,5	3,6	4,6	4,5	3,7	3,4	-0,3	2,2	29,9	-0,1
Liquidez Corriente (vc)	4,5	3,6	4,6	4,5	3,7	3,4	4,5	2,2	11,0	-0,1

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

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

* Estado financiero interino a junio de 2023 y 2024. Estados auditados 2016, 2017, 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 y 2023.

**Cambio de política contable a partir del período fiscal 2023 para presentar sus estados financieros como entidad de inversión en consonancia con la NIIF 10, lo cual implica que, a partir de dicho período, y en lo adelante, dejará de presentar sus subsidiarias consolidadas y presentará solamente los estados financieros individuales con sus inversiones medidas a valor razonable con efectos en resultados.

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	5	6	7
Al amparo del Programa	SIVEM-164	SIVEM-164	SIVEM-164	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	US\$5.000.000	US\$5.000.000	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	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	25-05-2033	16-02-2034	01-03-2034	28-05-2034
Pago de intereses	Mensual	Mensual	Mensual	Mensual	Mensual	Mensual	Mensual
Tasa de interés	8,35%	8,35%	8,35%	8,20%	8,15%	8,10%	8,05%
Conversión	No considera	No considera	No considera	No considera	No considera	No considera	No considera
Resguardos	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes
Garantías	Quirografarias	Quirografarias	Quirografarias	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

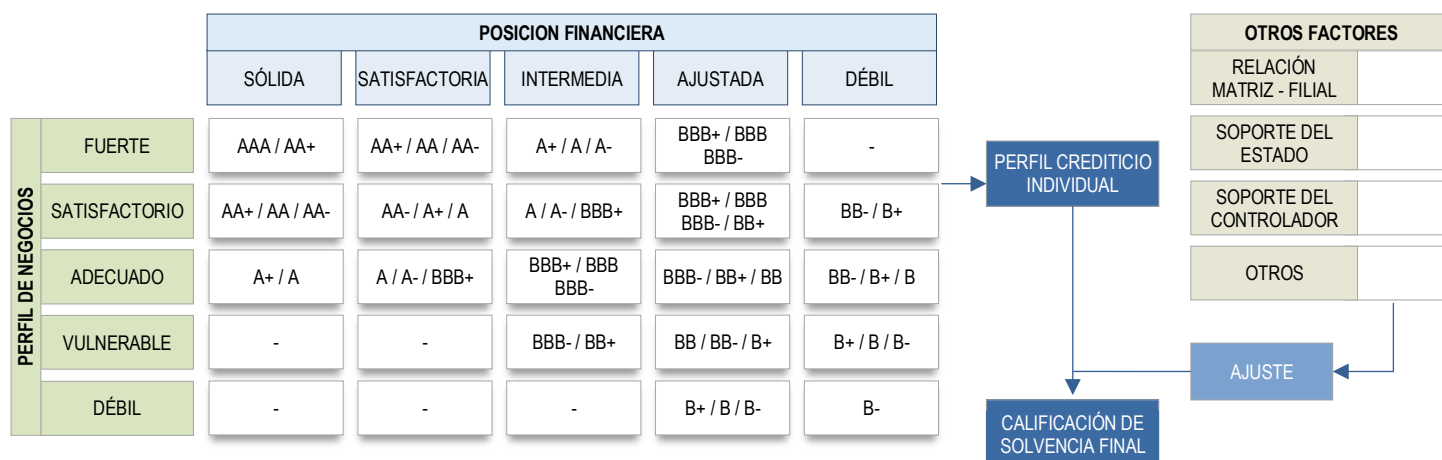
- Primera Clase Nivel 1: Títulos con la mejor combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 2: Títulos con una muy buena combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 3: Títulos 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.