

03 Feb. 2025 28 Jul. 2025

Solvencia	A+	A+
Perspectivas	Estables	Estables

\* Detalle de calificaciones y nomenclaturas en Anexo

## FUNDAMENTOS

La calificación “A+” asignada a la solvencia y a los programas de bonos de Haina Investment Co., Ltd. (HIC) refleja un perfil de negocios clasificado como “Satisfactorio” y una posición financiera categorizada como “Satisfactoria”.

EL perfil de riesgo se sustenta en la generación de fondos de sus inversiones HIC Termoyopal Holdings, el Fondo de inversión Cerrado para el Desarrollo de Infraestructuras Energéticas (FICDIE I) y Manzanillo Gas & Power FICDIE dada su condición de entidad de inversión con dependencia del reparto de dividendos de sus inversiones.

La calificación considera 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. Incorpora, además, la entrada al negocio de venta de gas, la existencia de contratos de suministro de largo plazo, la mantención de una política comercial conservadora y su inversión en Termoyopal.

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 recontratación en Termoyopal Generación, mitigado por la posición competitiva de compañía, lo que le permitiría mantener una política de contratación de 90%.

EGE Haina y Termoyopal, principales activos de HIC, poseen una capacidad instalada total de 1.389 MW, los cuales corresponden en un 86,6% a unidades ubicadas en República Dominicana, mientras que el 13,4% restante corresponde a la planta de generación en base gas natural que mantienen en Colombia. De esta forma, la generación consolidada está concentrada en fuentes térmicas como gas natural, fuel oil y carbón. Estas compañías han incorporado generación en base a fuentes renovables en los últimos períodos, los que a diciembre de 2024 representaban el 39,5% de la capacidad instalada

En 2024, la compañía recibió dividendos por US\$ 15 millones, una caída de 47,4% en comparación a 2023, que ascendió a US\$ 28,5 millones, debido a la reducción de las distribuciones realizadas por la subsidiaria o inversiones directas. En base a esto, la generación de Ebitda, que incorpora los dividendos percibidos contablemente desde el año 2023, alcanzó los US\$ 13,7 millones versus los US\$ 27,8 millones.

Durante 2024, la compañía realizó la quinta, sexta y séptima colocación del programa de emisión, recolectando US\$ 25 millones, usando parte de los fondos obtenidos para refinanciar en parte las inversiones realizadas por HIC en Manzanillo Gas & Power, S.A. y otras entidades que conforman parte de la estructura corporativa del proyecto Manzanillo. De esta forma, a diciembre de 2024 la deuda financiera de la compañía ascendió a los US\$ 87,1 millones, considerando US\$ 65,0 millones asociados a bonos locales y US\$ 22,5 millones a créditos bancarios. Por otro lado, al primer semestre de 2025 la deuda financiera se mantiene sin variaciones.

Debido al aumento de deuda financiera a diciembre 2024 y dado el menor flujo de dividendos obtenidos desde sus inversiones, la compañía registró un deterioro de sus indicadores de cobertura. Específicamente, el indicador de Deuda Financiera Neta/Ebitda percibidos alcanzó las 5,4 veces, en comparación a las 3,1 veces registradas en 2023. A junio de 2025, alcanza las 5,7 veces. A su vez, el ratio de Ebitda sobre gastos financieros disminuyó a las 1,9 veces a diciembre de 2024 (2,2 veces en diciembre de 2023).

La liquidez de la compañía a nivel individual se califica como “Ajustada”, y responde a la disminución de dividendos esperados en el año 2025, específicamente US\$ 12,7 millones. A su vez se considera

INDICADORES CONSOLIDADOS RELEVANTES			
	2023	2024 Jun.25*	
Endeudamiento total	0,2	0,2	0,2
Endeudamiento financiero	0,1	0,1	0,1
Ebitda / Gastos Financieros	2,2	1,9	1,9
Deuda Financiera / Ebitda	3,5	6,3	6,4
Deuda Financiera Neta / Ebitda	3,1	5,4	5,7
FCNOA / Deuda Financiera	14,6%	6,8%	32,0%

\*Indicadores están anualizados donde corresponda.

\*Resultados a junio no auditados. 2023 y 2024 auditados.

### PERFIL DE NEGOCIOS: SATISFACTORIO

Principales Aspectos Evaluados	Débil	Vulnerable	Adecuado	Satisfactorio	Fuerte
Perfil de negocios de sus inversiones					
Grado de control sobre el reparto de dividendos de sus inversiones					

Principales Aspectos Evaluados	Débil	Ajustada	Intermedia	Satisfactoria	Sólida
Dependencia de flujos de dividendos desde sus inversiones					
Perfil financiero de sus inversiones					
Generación de flujos					
Endeudamiento					
Coberturas					
Liquidez					

Analista: Jose Mendicoa  
Jose.mendicoa@feller-rate.com

una caja y equivalentes de US\$ 9,0 millones, obligaciones de corto plazo con bancos por US\$ 22,5 millones, entre otros.

## PERSPECTIVAS: ESTABLES

**ESCENARIO BASE:** Feller Rate considera el un mejor perfil relativo de EGE Haina y Termoyopal, respaldado por una estrategia comercial consistente y una política conservadora en la contratación de nuevos proyectos. Asimismo, incorpora en su análisis que el plan de inversiones será financiado con recursos propios provenientes de la generación de efectivo y la inyección de capital por parte de los nuevos aportantes del FICDIE I.

Es importante considerar que estos indicadores estarán mayormente presionados debido al periodo de inversión y presiones transitorias por parte de sus filiales, producto de la inversión en Manzanillo y proyectos renovables. No obstante, la compañía cuenta con suficiente generación de efectivo para cubrir sus costos financieros y se espera que los indicadores estructurales comiencen a recuperarse en 2026, lo anterior, sin tener en consideración la entrada en operación del proyecto Manzanillo. Cabe destacar que una menor exposición a riesgo de filiales es un mitigante ante mayores rangos que podrían ser observados.

**ESCENARIO DE BAJA:** Se gatillaría ante la prolongación de los niveles de endeudamiento por sobre el rango esperado para el escenario base.

**ESCENARIO DE ALZA:** Se considera poco probable en el corto plazo dada la presión transitoria del endeudamiento. No obstante, se podría gatillar en caso de observar un nuevo fortalecimiento en la calidad crediticia de los activos subyacentes.

## FACTORES DE RIESGO SUBYACENTES A LA CALIFICACIÓN

### PERFIL DE NEGOCIOS: SATISFACTORIO

- Satisfactorio perfil de negocio de sus inversiones, donde EGE Haina, es el mayor generador privado en República Dominicana, mientras que Termoyopal es la planta de gas más despachada en Colombia.
- Inversiones mantienen 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 de los activos generadores, con adecuada diversificación geográfica de activos dentro de República Dominicana.
- Estrategia comercial de sus inversiones enfocada en mantener una baja exposición al mercado spot.
- Exposición al SENI de sus inversiones, 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.
- Satisfactorio perfil financiero de sus inversiones.
- Endeudamiento de HIC estructurado en el largo plazo.
- Indicadores crediticios de HIC presionado ante capex de sus inversiones
- Posición de liquidez individual calificada como “Ajustada”.

**ESTRUCTURA DE PROPIEDAD Y DESCRIPCION 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 DESCRIPCION 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 1.203,1 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, junto con inversión en el proyecto Manzanillo.

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 a través del vehículo de inversión HIC Termoyopal Holdings.

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. Para ello, se constituyó la filial Manzanillo Gas & Power FICDIE donde la compañía tiene propiedad.

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. Al 31 de diciembre de 2024 HIC es tenedor de cuotas de participación de FICDIE I (84,64%), en donde el principal activo de inversión (50%), es el capital de EGE Haina.

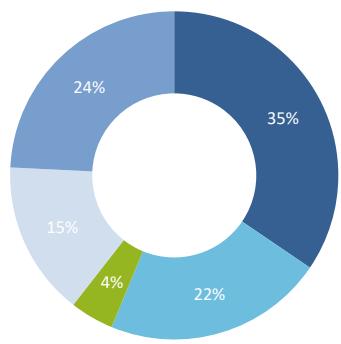
**FORTECIMIENTO RELATIVO DE SU PRINCIPAL ACTIVO, EGE HAINA**

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 1.203,1 MW, de los cuales 1.195,1 MW son de propiedad de la compañía y 8,3 MW son operados por EGE Haina y son propiedad de terceros.

En los últimos cuatro años, EGE Haina ha fortalecido de manera significativa tanto su perfil de negocios como financiero. Desde 2021, ha impulsado una estrategia de expansión centrada en energías renovables, desarrollando importantes proyectos solares y eólicos que le han permitido alcanzar cerca del 38 % de participación en la matriz renovable de República Dominicana al cierre de 2024. Su capacidad instalada aumentó desde 679 MW en 2020 a 1.203 MW en 2024, mientras que la generación anual alcanzó 3.885 GWh, respaldada por un alto factor de disponibilidad de sus plantas. Esto ha consolidado su posición dentro del Sistema Eléctrico Nacional Interconectado (SENI). Paralelamente, la compañía aumentó su Ebitda, desde US\$101 millones a US\$151 millones, reflejando una mejora sostenida en la generación de caja. Por otro lado, el aumento se su ratio de Deuda financiera neta / Ebitda desde 2,2x a 4,6x, es consistente con el plan de inversiones que lleva la compañía desde el año 2022, el cual se beneficiará de una matriz más competitiva, diversificada y con una mayor generación de Ebitda una vez se rentabilicen los proyectos en construcción. Asimismo, ha mantenido ingresos estables durante los últimos tres años, apoyada en su portafolio de contratos PPA, los cuales representaron cerca del 80 % de los ingresos en 2024 y aportan alta visibilidad sobre los flujos futuros.

## CAPACIDAD INSTALADA POR TIPO DE COMBUSTIBLE

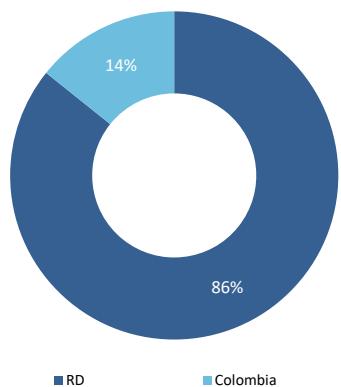
A diciembre 2024



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

## CAPACIDAD INSTALADA POR PAÍS

A diciembre de 2024



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

En este contexto de fortalecimiento operativo y financiero, en 2023 las agencias internacionales de riesgo elevaron la perspectiva crediticia de EGE Haina a “Positiva”, permaneciendo en “BB”. Esta decisión respondió principalmente al cambio en la perspectiva soberana de la República Dominicana (“BB-” / “Positiva”) y, en menor medida, al sólido desempeño financiero de la compañía, su diversificación energética, la existencia de contratos de largo plazo, un buen desempeño operativo y un adecuado perfil de liquidez. Posteriormente, en octubre de 2024, dichas clasificaciones y perspectivas fueron ratificadas tanto para EGE Haina como para el soberano, lo que refuerza la expectativa de que una eventual mejora en la calificación país podría traducirse también en un alza en la clasificación crediticia de la compañía.

En opinión de Feller Rate, los distintos elementos anteriormente mencionados, demuestran una positiva evolución del perfil del principal activo de HIC, lo que deriva en una menor exposición a riesgos en el activo subyacente.

## ADQUISICIÓN DE TERMOYOPAL Y PARTICIPACIÓN EN LICITACIÓN DE MANZANILLO PERMITE DIVERSIFICAR MÁS ALLÁ DE LA GENERACIÓN ELÉCTRICA

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 1.309,3 GWh, alcanzando una disponibilidad de plan del 94,5%

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.

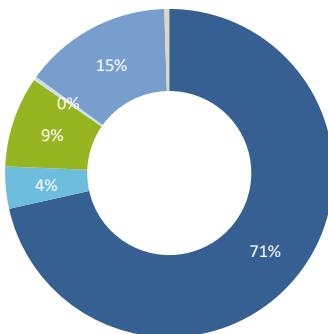
A lo anterior, se suma el anuncio de que HIC, en un consorcio junto con Shell y Enerla, resultaron ganadores de la licitación del bloque 1 de Manzanillo, la cual consiste en la construcción y operación de una central de ciclo combinado y de un terminal de gas natural, los cuales deberían entrar en operación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

En julio de 2023, se firmaron tres contratos PPAs, específicamente con Edesur, Edenorte y EDE Este, además de un acuerdo de Implementación, el cual rige el desarrollo y construcción del proyecto bajo los términos adjudicados. Por otro lado, se espera que Manzanillo entre en operación a finales del 2028.

En mayo de 2024 HIC emitió una carta de Credito Standby (SBLC) con Scotiabank, por US\$24,1 millones a nombre de Manzanillo, con el objetivo de garantizar un contrato de compra de turbinas con Siemens Energy. HIC comprometió 31.250 cuotas del FICDIE 1 como respaldo y fue renovada el 11 de abril de 2025 hasta abril de 2026. La renovación

## VENTAS EGE HAINA

A diciembre 2024

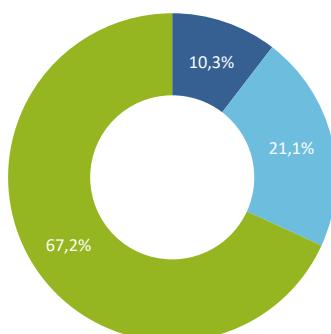


■ Ventas de energía por contrato ■ Ventas de energía spot  
 ■ Venta capacidad spot ■ Venta de gas  
 ■ Venta de capacidad ■ Otros

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

## VENTAS TERMOYOPAL

A diciembre de 2024



■ Venta de gasolina ■ Comercialización GLP ■ Generación eléctrica

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

contempla una reducción automática del monto garantizado a US\$10 millones a partir del 10 de septiembre de 2025 hasta su vencimiento.

Adicionalmente, el 24 de abril de 2025 la Compañía emitió una SBLC por US\$ 5,0 millones a nombre de Manzanillo, con el objetivo de garantizar un acuerdo con BW LNG Limited relativo a una solución flotante de suministro de gas. Dicho SBLC vence el 20 de septiembre de 2025.

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 proveniendo del negocio eléctrico.

## EXPOSICIÓN DE SUS INVERSIONES 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; 291,5 MW Solar; 161,5 MW Fuel Oil; 183,3 MW Eólico; 100,0 MW Diésel y 51,9 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 TERMICAS DE SUS INVERSIONES, 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 60,5% de su capacidad instalada.

A pesar de lo anterior, cabe destacar que el parque generador de EGE Haina presenta una diversificación a otros partícipes 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 2024, el 24,2% de la capacidad instalada de EGE Haina correspondía a energía solar, y el 15,2% eólica. Esto a través de Quisqueya Solar, Girasol, Los Cocos, Larimar y Sajoma Solar, que son plantas de energía en operación.

En el año 2024, se inauguró el parque solar Sajoma Solar, este cuenta con 123.100 paneles solares bifaciales y mantiene una capacidad instalada de 80MW.

Feller Rate 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 en el período 2020 - 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, la cual forma parte de un *join venture* con Atlantica. Por otro lado, a la fecha se encuentra todo concentrado bajo Atlantic HIC Renovables.

Por otra parte, más del 85,7% 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.

En definitiva, Feller Rate 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.

## ESTRATEGIA COMERCIAL DE SUS INVERSIONES 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 2024, el 71,6% 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 cinco PPAs en 2025, cuatro en el 2026 y uno en el 2027, por un total de 150 MW de potencia.

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 esta situación se corrija de forma estructural, el sector eléctrico se verá beneficiado por una mejora en el nivel de riesgo relativo de la industria.

## 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

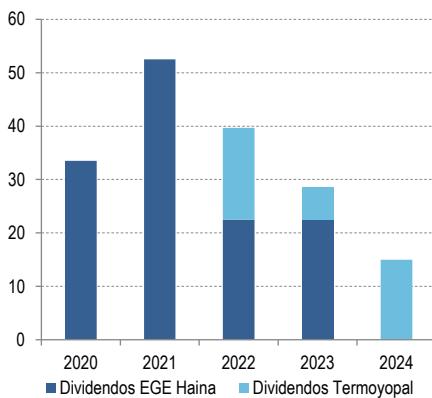
HIC cuenta con un consejo de administración de 5 miembros. Asimismo, la compañía promueve para sí y para sus inversiones el regirse bajo las buenas prácticas de gobiernos corporativos.

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.

Destaca la experiencia de INICIA, uno de los principales grupos empresariales del país, el cual posee gestores especializados para la administración de activos con la finalidad de generar valor.

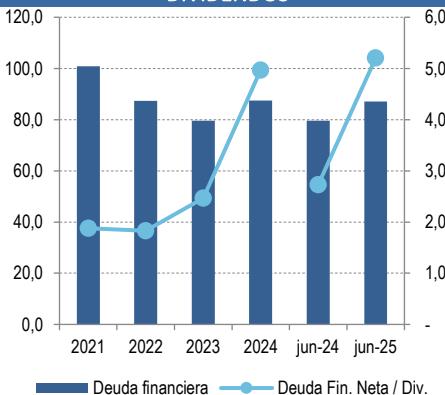
## EVOLUCIÓN DE DIVIDENDOS RECIBIDOS

Cifras en millones de US\$

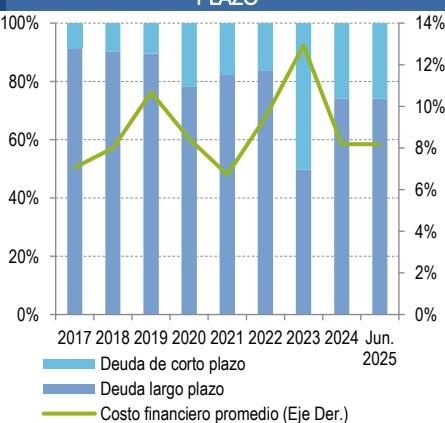


Fuente: Elaboración propia en base a información otorgada por la empresa.

## EVOLUCIÓN DEUDA FINANCIERA SOBRE DIVIDENDOS



## DISTRIBUCIÓN DE DEUDA CORTO Y LARGO PLAZO



## POSICIÓN 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 2024, pero dentro de lo esperado en el escenario base

Los ingresos que recibe la sociedad están compuestos por dividendos provenientes desde FICDIE I y desde Termoyopal, dada su estructura financiera. A su vez, los flujos de dividendos 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 2024, la compañía recibió dividendos por US\$ 15 millones, una caída de 47,4% en comparación a 2023, que ascendió a US\$ 28,5 millones, esto debido a la reducción de las distribuciones realizadas por la subsidiaria o inversiones directas. En base a esto, la generación de Ebitda, que incorpora los dividendos percibidos contablemente a partir del 2023, alcanzó los US\$ 13,7 millones versus los US\$ 27,8 millones.

A la igual fecha, EGE Haina no distribuyó dividendos, ya que se enfocó en la reinversión de proyectos, mantención de su liquidez e hizo atención a sus obligaciones financieras. Por otro lado, HIC si recibió dividendos por parte de Termoyopal, el cual alcanzó el 100% de los dividendos recibidos por HIC en el período.

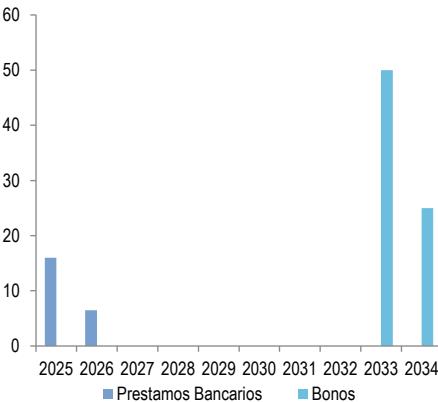
Adicionalmente, HIC no proyecta recibir dividendos de Termoyopal en 2025, debido a que la compañía incurrió en problemas operativos con sus turbinas en el año 2024, lo que la llevó a contraer deuda de corto plazo. Actualmente, Termoyopal se encuentra evaluando un posible refinanciamiento de dicha deuda, por lo que priorizará la estabilidad financiera antes de retomar su distribución de utilidades.

A junio de 2025 se aprecia una generación de Ebitda deficitaria en línea con la ausencia de dividendos percibidos.

Cabe destacar que ante la venta de su participación en EGE Haina al FICDIE I, y dada la entrada de nuevos aportantes a este, la compañía podría disminuir su participación en el fondo hasta un 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.

## PERFIL DE VENCIMIENTOS

A junio 2025



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

La utilidad de US\$ 352,8 millones en 2023 tiene importantes componentes de carácter extraordinario, no estructural. Esto debido a que hubo un cambio de política contable a partir del período fiscal 2023 para presentar los 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, HIC dejaba de presentar sus subsidiarias consolidadas y presentaría solamente los estados financieros individuales con sus inversiones medidas a valor razonable con efectos en resultados. Dicho valor razonable en 2023 generó un incremento de los activos financieros a valor razonable con cambios en resultados por una vez de US\$ 375,4 millones. Asimismo, en 2023, el importe acumulado de las diferencias de cambio reconocidas en otro resultado integral y acumuladas en el componente separado del patrimonio neto se reclasificó a resultado debido al mencionado cambio de estatus de la compañía por US\$ -33,6 millones. Si se aísla dicho factor extraordinario contable, la utilidad alcanzada hubiese llegado a los US\$ 12,8 millones con respecto a los US\$ 38,0 millones en 2024.

## ENDEUDAMIENTO Y COBERTURAS:

## Indicadores presionados en línea con mayores inversiones

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. 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.

Así, al cierre de diciembre de 2024, la deuda financiera de HIC alcanzó los US\$ 87,1 millones, mostrando un aumento respecto a diciembre 2023. Lo anterior se explica por las colocaciones del programa de emisión anteriormente mencionadas, reflejando una estructura más en el largo plazo, disminuyendo la porción corriente desde el 50,3% en 2023 a 25,8% en 2024.

Producto del aumento en la deuda financiera y dado el menor flujo de dividendos obtenido de sus inversiones, la compañía registró un deterioro de sus indicadores de cobertura a diciembre de 2024. Específicamente, el indicador de Deuda Financiera neta / Ebitda llegó a las 5,4 veces, en comparación a las 3,1 veces registradas en 2023. A junio de 2025, alcanza las 5,7 veces dado que no registra dividendos percibidos el primer semestre del año, sin embargo, la compañía cuenta con una suficiente generación de efectivo para cubrir sus costos financieros y se espera que sus principales indicadores comiencen a recuperarse en 2026.

En el análisis inicial del potencial impacto de las inversiones en EGE Haina, Termoyopal y el proyecto Manzanillo, Feller Rate concluyó que estas iniciativas permitirán diversificar la matriz de generación y fortalecer el Ebitda una vez entren en operación. Sin embargo, se anticiparon presiones en los principales ratios crediticios durante 2024 y 2025, con una recuperación esperada hacia 2026. Cabe destacar que menor exposición a riesgo de las filiales dado fortalecimiento es un mitigante ante mayores rangos que podrían ser observados.

## LIQUIDEZ INDIVIDUAL: AJUSTADA

La liquidez de 12 meses la compañía a nivel individual se califica como “Ajustada”, y considera la disminución de dividendos esperados en el año 2025, específicamente US\$12,7 millones. A su vez se considera una caja y equivalentes de US\$9,0 millones a junio de 2025, obligaciones de corto plazo bancarias por US\$22,5 millones e intereses financieros, entre otros.

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 y el reparto de dividendos efectivo.

	30 Jun. 2022	1 Feb. 2023	27 Jul. 2023	31 Ene. 2024	13 Ago. 2024	28 Jul 2025
Solvencia	A+	A+	A+	A+	A+	A+
Perspectivas	Estables	Estables	Estables	Estables	Estables	Estables
Bonos	A+	A+	A+	A+	A+	A+

## RESUMEN FINANCIERO CONSOLIDADO

Cifras en miles de dólares

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023**	2024	Jun-24*	Jun-25*
Ingresos Operacionales	329.851	429.521	473.134	305.453	447.073		28.500	15.000		
Ebitda <sup>(1)</sup>	99.288	133.153	153.206	109.744	137.316	-2.715	22.843	13.794	-421	-584
Resultado Operacional	59.919	91.535	108.409	63.349	85.946	-2.715	22.843	13.794	-421	-584
Ingresos Financieros	17.201	19.227	34.210	5.467	5.307		343	4.523		174
Gastos Financieros	-27.529	-28.920	-34.381	-29.355	-39.977	-8.268	-10.288	-7.131	-3.502	-3.503
Ganancia (Pérdida) del Ejercicio	32.643	52.380	77.975	36.961	43.299	47.827	343.549	38.050	3.791	5.416
Flujo Caja Neto de la Operación (FCNO)	139.394	2.347	261.007	51.512	84.513	-4.331	11.604	5.888	-22.380	-415
Flujo Caja Neto de la Operación Ajustado (FCNOA)	139.394	2.347	261.007	51.512	84.513	-4.331	11.604	5.888	-22.380	-415
FCNO Libre de Intereses Netos y Dividendos Pagados	111.526	-24.749	228.733	22.656	56.024	-11.567	4.718	-1.046	-25.608	-3.911
Inversiones en Activos Fijos Netas	-15.983	-76.312	-7.843	-62.268	-37.373					
Inversiones en Acciones						-99.647				
Flujo de Caja Libre Operacional	95.543	-101.060	220.890	-39.612	-80.997	-11.567	4.718	-1.046	-25.608	-3.911
Dividendos Pagados	-37.500	-60.800	-60.798	-70.498	-72.496		-12.500	-17.750		
Flujo de Caja Disponible	58.043	-161.861	160.092	-110.110	-153.493	-11.567	-7.782	-18.796	-25.608	-3.911
Otros Movimientos de Inversiones						-243	40.071			
Flujo de Caja Antes de Financiamiento	58.043	-161.861	160.092	-110.110	-153.737	28.504	-7.782	-18.796	-25.608	-3.911
Variación de Deudas Financieras	97.739	-34.879	-34.798	41.848	126.857	-14.263	-9.680	22.500	18.000	
Otros Movimientos de Financiamiento						502				
Flujo de Caja Neto del Ejercicio	155.782	-196.739	125.294	-68.262	-26.377	14.241	-17.462	3.704	-7.608	-3.911
Caja Inicial	96.493	252.275	55.536	180.829	112.568	12.517	26.758	9.296	9.481	13.000
Caja Final	252.275	55.536	180.829	112.568	86.190	26.758	9.296	13.000	1.873	9.089
Caja y Equivalentes	252.275	55.536	180.829	112.568	86.190	26.758	9.296	13.000	1.873	9.089
Cuentas por Cobrar Clientes	51.480	210.257	67.522	78.499	139.343		210	5.065	31.417	7.599
Inventory	35.469	34.263	37.568	41.507	57.669					
Deuda Financiera <sup>(2)</sup>	389.895	361.230	322.083	347.509	594.804	87.316	79.563	87.110	79.587	87.134
Activos Totales	972.122	977.174	933.548	915.925	1.166.862	294.443	659.821	686.768	681.835	692.438
Pasivos Totales	577.254	582.464	523.330	537.290	826.295	92.470	93.197	96.400	102.169	96.655
Base Patrimonial	394.868	394.709	410.218	378.634	340.567	201.974	566.624	590.368	579.666	595.783

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

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

\* Estado financiero interino a junio de 2024 y 2025. Estados auditados 2016, 2017, 2018, 2019, 2020, 2021, 2022, 2023 y 2024.

\*\*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

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023**	2024	Jun-24*	Jun-25*
Margen Bruto (%)	38,0%	44,6%	46,0%	55,0%	46,6%		100,0%	100,0%		
Margen Operacional (%)	18,2%	21,3%	22,9%	20,7%	19,2%		80,2%	92,0%		
Margen Ebitda (%) <sup>(1)</sup>	30,1%	31,0%	32,4%	35,9%	30,7%		80,2%	92,0%		
Rentabilidad Patrimonial (%)	8,3%	13,3%	19,0%	9,8%	12,7%	23,7%	60,6%	6,4%	59,4%	6,7%
Costo/Ventas	62,0%	55,4%	54,0%	45,0%	53,4%		0,0%	0,0%		
Gav/Ventas	19,8%	23,3%	23,0%	34,2%	27,4%		19,8%	8,0%		
Días de Cobro	56,2	176,2	51,4	92,5	112,2		2,7	121,6	396,9	182,4
Días de Pago	154,9	200,2	145,7	246,1	192,3					
Días de Inventario	62,4	51,9	52,9	108,6	87,0					
Endeudamiento Total	1,5	1,5	1,3	1,4	2,4	0,5	0,2	0,2	0,2	0,2
Endeudamiento Financiero	1,0	0,9	0,8	0,9	1,7	0,4	0,1	0,1	0,1	0,1
Endeudamiento Financiero Neto	0,3	0,8	0,3	0,6	1,5	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1
Deuda Financiera / Ebitda (vc) <sup>(3)</sup>	3,9	2,7	2,1	3,2	4,3	-32,2	3,5	6,3	3,3	6,4
Deuda Financiera Neta / Ebitda (vc) <sup>(3)</sup>	1,4	2,3	0,9	2,1	3,7	-22,3	3,1	5,4	3,2	5,7
Ebitda / Gastos Financieros (vc)	3,6	4,6	4,5	3,7	3,4	-0,3	2,2	1,9	3,4	1,9
FCNOA / Deuda Financiera (%) <sup>(3)</sup>	35,8%	0,6%	81,0%	14,8%	14,2%	-5,0%	14,6%	6,8%	-35,3%	32,0%
FCNOA / Deuda Financiera Neta (%) <sup>(3)</sup>	101,3%	0,8%	184,8%	21,9%	16,6%	-7,2%	16,5%	7,9%	-36,1%	35,7%
Liquidez Corriente (vc)	2,4	1,7	1,9	1,4	1,2	1,4	0,4	0,8	0,9	0,7

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

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

\* Estado financiero interino a junio de 2024 y 2025. Estados auditados 2016, 2017, 2018, 2019, 2020, 2021, 2022, 2023 y 2024.

\*\*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 Máximo de cada Emisión	Por determinar
Fecha de Resolución Aprobatoria del Programa	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						
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						
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						
Tasa de interés	8,35%	8,35%	8,35%	8,20%	8,15%	8,10%	8,05%
Conversión	No considera						
Resguardos	Suficientes						
Garantías	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 sucederse 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 sucederse 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 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

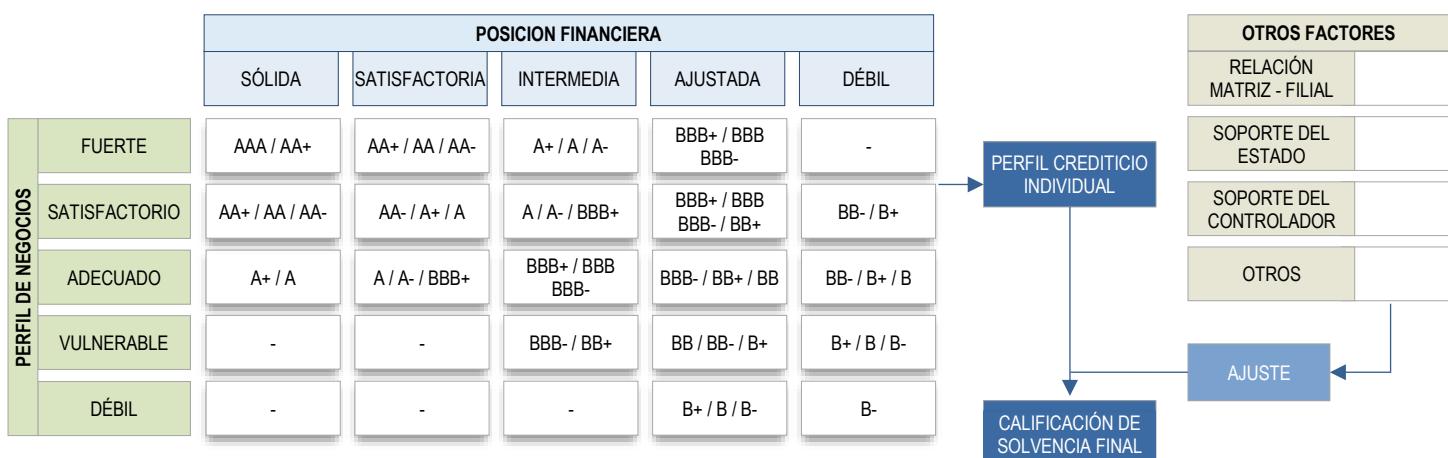
- Primera Clase Nivel 1: Títulos con la mejor combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 2: Títulos con una muy buena combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 3: Títulos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