Feller.Rate
Calificadora
de Riesgo

Superintendencia de Valores
Departamento de Registro
Comunicaciones de Entradas
21/12/2017 9:38 AM e.ulerio
63381

INFORME DE CALIFICACION

EMPRESA GENERADORA DE ELECTRICIDAD HAINA, S. A.

DICIEMBRE 2017

CALIFICACION

Feller Rate
Calificadora de Riesgo | Dominicana

EMPRESA GENERADORA DE ELECTRICIDAD HAINA, S.A.

INFORME DE CALIFICACIÓN – DICIEMBRE 2017

	Oct. 2017	Dic. 2017
Solvencia	A	A
Perspectivas	Estables	Estables

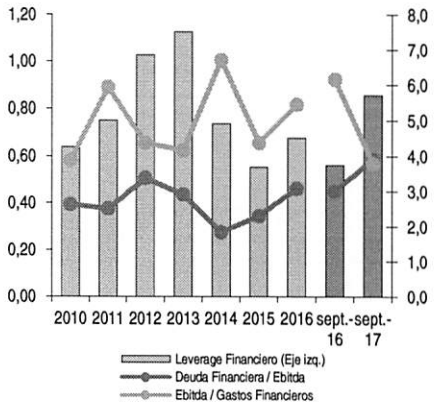
** Detalle de calificaciones en Anexo.*

Indicadores Relevantes

	2016	sep-16*	sep-17*
Margen operacional	17,6%	19,1%	17,2%
Margen Ebitda	28,9%	29,8%	28,7%
Endeudamiento total	0,9	0,8	1,2
Endeudamiento financiero	0,7	0,6	0,9
Ebitda / Gastos financieros	5,4	6,2	3,8
Ebitda / Gastos financieros netos	13,7	13,6	12,7
Deuda financiera / Ebitda	3,1	3,0	3,9
Deuda financiera neta / Ebitda	1,7	0,6	2,2
FCNO / Deuda Financiera	38,4%	24,2%	25,0%
Liquidez corriente	4,0	5,0	3,1

**Estados Financieros interinos, no auditado, con indicadores anualizados donde corresponda.*

Evolución endeudamiento e indicadores de solvencia



Fundamentos

La calificación asignada a la solvencia y bonos de Empresa Generadora de Electricidad Haina, S.A. (EGE Haina) responde a su posición en la industria de generación eléctrica de República Dominicana, con una adecuada diversificación, tanto por zonas geográficas, como por fuentes de generación. Asimismo, considera que su capacidad de generación eficiente le ha permitido mantener un alto nivel de generación operacional, con una robusta posición de liquidez.

En contrapartida, considera su exposición al Sistema Eléctrico Nacional Interconectado (SENI) de República Dominicana, el que 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.

EGE Haina es el mayor generador de energía eléctrica del país, con una capacidad instalada de 690,2 MW.

En agosto de 2016 vencieron los contratos de compraventa de energía entre la compañía y las sociedades EDE Este, EDE Sur y EDE Norte, los que involucraban una capacidad total de 350 MW y su energía asociada, lo que representaba poco más del 59% de los ingresos de la compañía a esa fecha. Sin embargo, la calificación consideraba esta posibilidad, por lo que no tuvo impacto en la solvencia de la compañía.

Previendo esto, en los últimos períodos, la empresa ha firmado nuevos contratos, incorporando durante 2016 un nuevo contrato PPA con Cemex el cual entró en vigencia a en 2016 y otro con la Corporación Dominicana de Empresas Eléctricas Estatales (CDEEE), para la venta de energía proveniente del Parque Eólico Larimar, vigente desde Agosto del 2016, los que se suman a los existentes con CEPM (calificado "AA+/Estables" por Feller Rate) y con Domicem. Durante el año 2017 la empresa ha firmado nuevos contratos con tres clientes no regulados.

El bajo precio del petróleo en los últimos períodos ha impactado directamente en los precios spot, por lo que la compañía ha presentado una tendencia de caída en sus ingresos desde 2014 a la fecha. Sin embargo, los márgenes se mantienen en rangos altos respecto de promedios históricos, gracias a las eficiencias operacionales logradas por la compañía en los últimos períodos.

Adicionalmente, reestructuraciones financieras realizadas mediante emisiones de bonos en el mercado local y otras operaciones financieras, han implicado que la compañía mantuviese un endeudamiento financiero decreciente y estructurado en el largo plazo. Sin embargo, a septiembre de 2017, los indicadores de cobertura y de endeudamiento se ven deteriorados respecto del período anterior, respondiendo a las recientes emisiones de bonos.

Por otra parte, la liquidez de la compañía se ha mantenido robusta en los períodos de análisis, con caja y equivalentes por más de US$ 162 millones, a septiembre de 2017, frente a acotados US$ 33 millones de vencimiento de deuda financiera en los próximos 12 meses y la presencia de disponibilidades de crédito, además del amplio y probado acceso al mercado de capitales.

Perpectivas: Estables

Las perspectivas asignadas responden a la expectativa de que su robusta posición de liquidez le permitirá a la compañía seguir invirtiendo en generación eficiente que le permita seguir fortaleciendo su capacidad de generación de flujos operacionales frente a un escenario de alta exposición al mercado spot y de bajos precios de la energía.

FACTORES SUBYACENTES A LA CALIFICACION

Fortalezas

- Mayor generador del sistema por potencia instalada.
- Adecuada diversificación geográfica y por fuentes de generación.
- Fuerte inversión en generación eficiente en los últimos períodos.
- Perfil financiero caracterizado por altos indicadores de liquidez y un moderado endeudamiento, estructurado en el largo plazo.

Riesgos

- Exposición al Sistema Eléctrico de República Dominicana, que posee problemas estructurales a nivel de distribución.
- Creciente exposición al mercado spot producto del vencimiento de los contratos con las empresas distribuidoras.
- Generación basada en combustibles fósiles, especialmente petróleo.
- Industria altamente atomizada, intensiva en capital y que enfrenta competencia por autogeneración de grandes consumidores.

Analista: Camilo Jara C.
camilo.jara@feller-rate.com
(56) 22757-0454
Claudio Salin G.
claudio.salin@feller-rate.com
(56) 22757-0463

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

Solvencia	A
Perspectivas	Estables

Propiedad

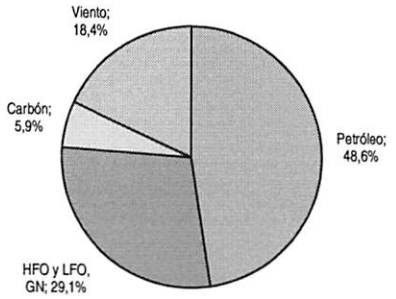
El control de la compañía recae en Haina Investment Company Ltd., sociedad compuesta por distintos inversionistas privados.

Haina Investment Company posee el 50% de la propiedad y la capacidad de nombrar 4 de 5 miembros del Consejo de Administración.

El segundo mayor accionista de EGE Haina es el Fondo Patrimonial de las Empresas Reformadas (FONPER), entidad gubernamental, con el 49,994% de la propiedad y 1 miembro del Consejo de Administración.

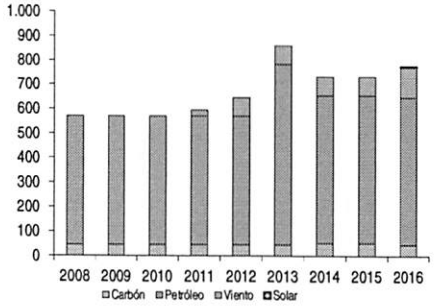
Capacidad instalada disponible por tipo de combustible

A septiembre de 2017



Evolución de la capacidad instalada disponible

Potencia en MW.



PERFIL DE NEGOCIOS *Satisfactorio*

La Empresa Generadora de Electricidad Haina, S.A. (EGE Haina) fue constituida en la República Dominicana el 28 de octubre de 1999 y surge producto de la Ley de Reforma de la Empresa Pública que permitió la inversión del sector privado en empresas anteriormente controladas por el Estado Dominicano.

Mayor empresa de generación eléctrica del país

EGE Haina posee ocho plantas de generación distribuidas en distintas localidades de República Dominicana, con una capacidad instalada total de 690,2 MW; además de operar dos plantas generadoras propiedad de terceros.

Gracias a un factor de disponibilidad de 97% de las plantas generadoras, la compañía espera producir más de 2.800 GWh en 2017, reafirmando su posicionamiento como la mayor empresa generadora del Sistema Eléctrico Nacional Interconectado (SENI), aportando 18% de la demanda total de energía.

Adicionalmente, la compañía posee motores de 81 MW de uso exclusivo para el Consorcio Energético Punta Cana-Macao (CEPM) y un sistema aislado en la Provincia de Pedernales con 5,1 MW instalados.

Adecuada diversificación por fuentes de generación

EGE Haina presenta una diversificación por fuente de generación superior a otros partícipes del sistema eléctrico de República Dominicana, pese a estar igualmente concentrada en tecnologías térmicas que usan Fuel Oil como combustible.

Esta diversificación se ha ido incrementando en los últimos años con inversiones que le han permitido incorporar generación eficiente, lo que se ha visto reflejado en los márgenes de la compañía.

En septiembre de 2015, la compañía inauguró el Parque Solar de Quisqueya (1,5 MW) y, en marzo de 2016, inauguró el Parque Eólico Larimar, (49,5 MW), aumentando la diversificación por fuente. De esta manera, al 30 de septiembre de 2017, un 18,4% de la capacidad instalada de la compañía corresponde a tecnología eólica.

Respecto del abastecimiento de combustibles, EGE Haina licita y adjudica contratos anuales para el suministro de petróleo y carbón, donde participan proveedores internacionales.

Por otra parte, la diversificación geográfica de la capacidad instalada de EGE Haina es un importante moderador del riesgo de eventos climáticos, por el carácter tropical de República Dominicana, que puedan afectar o dañar las instalaciones de la compañía.

Importante inversión en generación eficiente

En los últimos períodos, EGE Haina ha ejecutado un importante plan de inversiones orientado a aumentar la capacidad de generación eficiente.

En el año 2011, la compañía inauguró y puso en funcionamiento el Parque Eólico Los Cocos, que en su primera fase, estaba conformado por 14 aerogeneradores, con una capacidad de generación de 25 MW. En el año 2013, se incorporaron 26 aerogeneradores adicionales con una capacidad de 52 MW, para una capacidad instalada total de 77 MW.

A finales de 2013, EGE Haina dio inicio de operaciones a la planta de generación Quisqueya II, compuesta por doce motores de combustión interna de combustible dual (fuel oil y gas natural) y una turbina a vapor ciclo combinado, la cual agregó 225,3 MW a la capacidad instalada de la compañía y le permitió pasar a ser excedentaria en generación eficiente respecto de sus contratos, vendiendo sus excedentes de energía al mercado spot.

Durante 2014, el Consejo de Administración de EGE Haina aprobó la construcción de un nuevo parque eólico en la zona de Enriquillo, Provincia de Barahona, denominado Parque Eólico Larimar y que fue inaugurado en marzo de 2016. El parque cuenta con 15 aerogeneradores de 3,3 MW cada uno, totalizando una capacidad instalada de 49,5 MW.

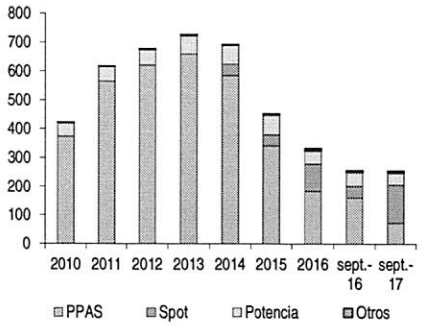
En septiembre de 2015 se inauguró el Parque Solar Quisqueya, el cual abastece de energía la operación de la planta de generación Quisqueya II.

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

Solvencia	A
Perspectivas	Estables

Evolución de los ingresos

Millones de US$



Por último, la empresa se encuentra construyendo el parque Larimar 2 de 48,3 MW de potencia, con inicio de operaciones estimado para finales de 2018.

Vencimiento de contratos con distribuidoras incrementa exposición al mercado spot

Al 30 de septiembre de 2017, un 28,9% de las ventas de energía de la empresa se realizaron mediante contratos PPA de largo plazo, denominados en dólares de Estados Unidos de Norteamérica e indexados a los costos del combustible, lo que moderaba su exposición a la volatilidad de los precios internacionales de los hidrocarburos, así como al riesgo por tipo de cambio.

Ello contrasta negativamente con el 69% de ingresos proveniente de ventas de energía, capacidad permanente y transmisión bajo contrato al cierre de 2016. La caída se debe al vencimiento de los contratos de compraventa de energía, en agosto de 2016, entre la compañía y las sociedades EDE Este, EDE Sur y EDE Norte, los que involucraban una capacidad total de 350 MW y su energía asociada, representando poco más del 59% de los ingresos de la compañía a esa fecha.

La tendencia se ve en parte compensada por la adjudicación de un contrato de 40 MW en noviembre del presente año a través de la licitación CDEEE-LPI-Abreviada-001-2017 para suministro de largo plazo para las distribuidoras de electricidad EDESUR, EDENORTE y EDEESTE. La adjudicación se realizó a la central Barahona Carbón con fecha de terminación en abril de 2022.

Por otra parte, EGE Haina posee un contrato de largo plazo, también denominado en dólares de Estados Unidos de Norteamérica e indexado a los costos del combustible con CEPM, compañía calificada "AA+" con perspectivas "Estables" por Feller Rate. Este contrato implica una potencia contratada de hasta 100 MW. CEPM opera un sistema aislado con una concesión de largo plazo, por lo que no se encuentra conectado al SENI.

Además, a inicios de 2014, EGE Haina firmó un contrato denominado en dólares de Estados Unidos de Norteamérica hasta el año 2020 con la empresa Domicem S.A. A septiembre de 2017, este contrato representó un 3,5% de la energía despachada por la compañía.

A ello se suman el contrato PPA con Cemex, firmado durante 2016, el cual entró en vigencia a partir del 1 de mayo del mismo año y otro con la Corporación Dominicana de Empresas Eléctricas Estatales (CDEEE), para la venta de energía proveniente del Parque Eólico Larimar y vigente desde el 1 de Agosto del 2016.

Adicionalmente, EGE Haina recibe ingresos por potencia a firme, la que 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 historia desde el inicio de su operación comercial.

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

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

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

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

Solvencia	A
Perspectivas	Estables

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.

Luego, a finales de agosto de 2015, un conjunto de empresas generadoras realizó una operación de reconocimiento de deuda con las empresas distribuidoras, la Corporación Dominicana de Empresas Eléctricas Estatales (CDEEE) y el Banco de Reservas de la República Dominicana, como agente administrador, mediante el cual, estas empresas se comprometieron a pagar la facturación adeudada a las empresas generadoras hasta el 30 de agosto de ese año, en un plazo de 5 años mediante cuotas mensuales pagaderas a partir de enero del año 2016.

Banco de Reservas actuará como administrador de la operación, controlando el pago en tiempo y forma de la deuda y la CDEEE se compromete en notificar al Ministerio de Hacienda de la inclusión del servicio de la deuda en la partida del subsidio eléctrico en el Presupuesto General de la Nación.

Feller Rate considera que aún no existen evidencias de un cambio estructural en el sistema eléctrico dominicano y monitoreará el comportamiento de pago futuro de las empresas distribuidoras, las cuales mantienen actualmente 1 a dos facturas vencidas.

Industria altamente atomizada e intensiva en capital

La industria de generación eléctrica dominicana se encuentra altamente atomizada, conformada por 16 empresas, donde la mayor posee un 20% de la potencia instalada (EGE Haina).

La matriz de generación está dominada por los sistemas térmicos, alcanzando cerca de un 80% de la potencia instalada, basada en combustibles fósiles, especialmente Fuel Oil. Esto ha implicado para el país un alto costo de la energía, dependiente de la evolución del precio internacional del petróleo.

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

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

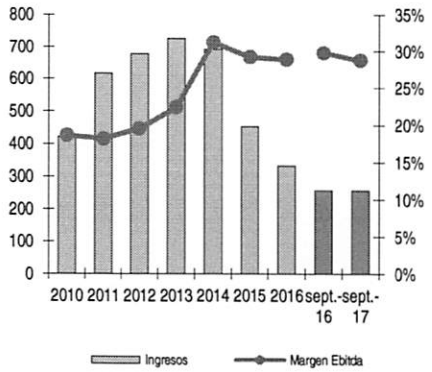
Actualmente, el desafío de la industria de generación de electricidad de República Dominicana se encuentra en lograr una mayor diversificación de su matriz productiva, abarcando tecnologías más eficientes o que impliquen energías renovables como la eólica y solar. Sin embargo, estas nuevas tecnologías implican decisiones de inversión que involucran altos montos y estructuras de financiamiento de mediano a largo plazo, por lo que requieren de un marco regulatorio y financiero más sólido para el sistema eléctrico dominicano.

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

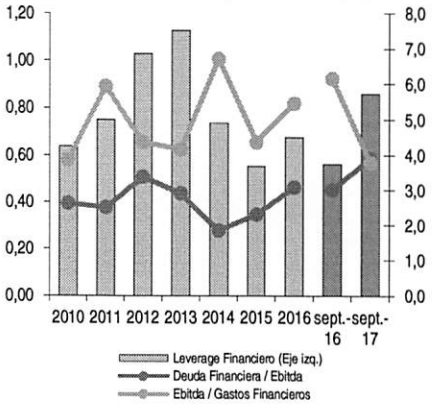
Solvencia	A
Perspectivas	Estables

Ingresos y Márgenes

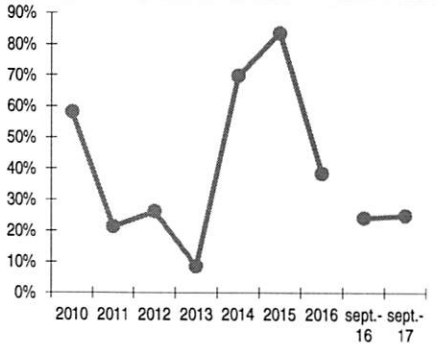
En millones de US$



Evolución endeudamiento e indicadores de solvencia



Evolución del Flujo de Caja Operacional respecto de la Deuda Financiera



POSICION FINANCIERA *Satisfactoria*

Resultados y márgenes

Reducción de ingresos por impacto del precio de los combustibles en los indexadores de sus contratos y en el precio spot

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

Luego de un período de 4 años donde la compañía presentó ventas crecientes, tanto por la recuperación de los precios del petróleo, como por la incorporación de nueva capacidad de generación de electricidad, la fuerte caída del precio del petróleo a nivel mundial a partir de finales de 2014, impactó directamente en los precios *spot* y en los indexadores de los contratos de EGE Haina, por lo que, al 31 de diciembre de 2016, la compañía presentaba una caída de un 26,5% de sus ingresos respecto de 2015. Sin embargo, a septiembre de 2017 se observa una estabilización, de la mano de los ingresos a través del mercado spot, que más que compensan la caída de ingresos por concepto de energía vendida a través de PPA.

Al contrario de los ingresos, los márgenes se mantienen en rangos altos respecto de promedios históricos, gracias a las eficiencias operacionales logradas por la compañía en los últimos períodos, lo que se ha reflejado en una alta capacidad de generación de flujos operacionales.

Todo esto se puede ver expresado en que, a diciembre de 2016 y septiembre de 2017, la compañía presentó márgenes Ebitda de 28,9% y 28,7%, respectivamente, muy superiores a su media histórica.

Respecto de la capacidad de generación operacional de la compañía, ésta ha presentado un Flujo de Caja Neto Operacional con una alta variabilidad, producto de las necesidades de capital de trabajo que surgen del inestable patrón de pago de las distribuidoras. Sin embargo, la operación de reconocimiento de deuda de las distribuidoras y luego la operación con Banco de Reservas para hacer efectiva esta acreencia por US$ 309 millones, implicó que, al cierre de 2015 los días de cobro presentaran niveles inferiores a 2 meses.

Luego, a septiembre de 2017, los días de cobro exhiben valores en torno a los 98 días, presentando un leve deterioro respecto de lo observado inmediatamente después de la operación. Posteriormente, en octubre del presente año, se realizaría una nueva transacción con las empresas distribuidoras, CDEEE y BanReservas, disminuyendo los días de cobro.

Feller Rate espera que los márgenes y capacidad de generación operacional de la compañía mantengan una trayectoria estable en el corto plazo, dada la evolución de los precios internacionales de gas y petróleo. Adicionalmente, la rentabilización de las actuales y futuras inversiones en generación eficiente, con tecnologías diversificadas, permitirán que la compañía enfrente de modo más robusto potenciales aumentos en el costo de los combustibles (78,8% del costo variable a septiembre de 2017), protegiendo su capacidad de generación operacional en el mediano plazo.

Endeudamiento y flexibilidad financiera

Reducción del nivel de endeudamiento gracias al mejor desempeño operacional de la empresa y recientes reestructuraciones financieras

Producto de su mejor capacidad de generación de flujos, reestructuraciones financieras realizadas mediante emisiones de bonos en el mercado local y la liquidación del total adeudado por las distribuidoras al 30 de agosto 2015, la compañía había presentado en los últimos períodos un endeudamiento financiero decreciente y estructurado en el largo plazo.

Durante el año 2013, la compañía realizó una reestructuración de su deuda financiera que implicó prepagar el bono 144 A emitido en el año 2007, por un monto en circulación de US$ 164,8 millones, mediante un crédito puente de US$ 100 millones y caja propia por poco más de US$ 70 millones. Luego, el crédito puente fue refinanciado mediante el tercer programa de emisión de bonos en el mercado local por US$ 100 millones.

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

Solvencia	A
Perspectivas	Estables

Luego, al cierre de junio de 2015, la compañía terminó de colocar su cuarto programa de emisión de bonos corporativos por US$ 100 millones, con plazo hasta 10 años.

Con esta emisión, sumando el efecto de la liquidación del total adeudado por las distribuidoras al 30 de Agosto 2015 implicó que, a diciembre de 2015, la compañía redujera su endeudamiento financiero a 0,6 veces.

Posteriormente, una nueva emisión, terminada de colocar en septiembre de 2016, de US$ 100 millones en moneda local (RD$ 4.551 millones) estructurada a 10 años, permitió incrementar la liquidez de la compañía, continuar su plan de inversiones, pagar los vencimientos de bonos locales y créditos bancarios, además de liberar capacidad de endeudamiento bancario. Esto implicó mantener el indicador de deuda financiera en 0,6 veces.

Del mismo modo, durante 2017 la compañía emitió deuda al alero del séptimo programa por RD$ 4.665.960, estructurada con vencimientos en junio, agosto y octubre de 2027. Ello, sumado a la leve caída del Ebitda (-4,2% respecto del mismo período del año 2016) y al crecimiento de los gastos financieros, redundó en un deterioro momentáneo de sus métricas crediticias brutas.

Así, los indicadores cobertura de deuda financiera sobre Ebitda, Flujo de Caja Operacional sobre deuda financiera y de Ebitda sobre gastos financieros, al 30 de septiembre de 2017, alcanzaron las 3,9 veces, 25% y 3,8 veces, respectivamente.

— LIQUIDEZ: ROBUSTA

Luego de las últimas emisiones de bonos en el mercado local, la estructura de vencimientos de deuda financiera de EGE Haina ha ido extendiéndose hacia el largo plazo, reduciendo las presiones por refinanciamiento. De esta manera, a septiembre de 2017, la compañía presenta vencimientos por US$ 33 millones.

En tanto, la compañía ha mantenido altos niveles de liquidez en los últimos períodos, presentando, al 30 de septiembre de 2017, una robusta posición de liquidez, con caja y equivalentes por más de US$ 162 millones, más disponibilidades de crédito por US$ 150 millones y un buen y comprobado acceso a los mercados financieros locales e internacionales, lo que le entrega una mayor flexibilidad financiera.

En contrapartida, la compañía ha realizado importantes repartos de dividendos en los últimos periodos, destacando el reportado en 2016. Sin embargo, se considera un caso puntual, que no se replicará en el corto plazo.

Feller Rate espera que la compañía mantenga una robusta liquidez que le permita seguir invirtiendo en generación eficiente, frente a un escenario de alta exposición al mercado spot y la mantención de bajos precios de la energía.

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

	dic-15	ene-16	mar-16	abr-16	jul-16	oct-16	nov-16	ene-17	abr-17	jul-17	oct-17	dic-17
Solvencia	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A
Perspectivas	Estables	Estables	Estables	Estables	Estables	Estables	Estables	Estables	Estables	Estables	Estables	Estables
Bonos (1)	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A

Resumen Financiero

(Miles de US$. Entre diciembre de 2010 y diciembre de 2012 números bajo US GAAP. A partir de diciembre de 2013 números bajo IFRS)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	sep-16	sep-17
Ingresos por Venta	422.509	617.540	677.186	726.339	692.977	452.446	332.668	257.207	255.617
Ebitda(1)	78.649	112.242	132.430	162.787	216.431	132.032	96.004	76.629	73.429
Resultado Operacional	62.566	95.895	111.552	135.620	178.667	97.474	58.622	49.034	43.909
Gastos Financieros	-20.305	-18.922	-30.331	-39.107	-32.312	-30.271	-17.627	-11.429	-18.330
Utilidad del Ejercicio	41.973	64.979	73.654	86.559	120.729	63.915	36.021	33.440	30.022
Flujo Caja Neto Oper. (FCNO)	120.122	59.994	117.240	40.260	277.656	253.977	113.871	82.298	58.980
Inversiones netas	-25.905	-28.444	-285.083	-74.161	-49.943	-209.720	73.700	77.078	3.353
Variación deuda financiera	-16.105	55.918	133.011	-3.136	-106.922	-115.371	-25.125	-6.629	50.452
Dividendos pagados	-9.997	-13.999	-2.000	-16.975	-6.300	-50.037	-146.164	-31.551	-44.999
Caja y equivalentes	122.403	184.362	179.822	90.298	203.888	217.816	136.444	241.018	162.346
Activos Totales	583.385	727.955	1.141.227	1.073.556	1.111.979	945.008	852.348	967.989	910.106
Pasivos Totales	259.205	352.796	706.497	653.539	571.233	395.947	414.473	422.240	487.209
Deuda Financiera	206.567	281.407	447.396	473.404	397.899	303.928	296.495	307.107	362.800
Patrimonio + Interés Minoritario	324.181	375.160	434.729	420.017	540.746	549.061	437.875	545.749	422.897
Margen Operacional (%)	14,8%	15,5%	16,5%	18,7%	25,8%	21,5%	17,6%	19,1%	17,2%
Margen Ebitda (%)	18,6%	18,2%	19,6%	22,4%	31,2%	29,2%	28,9%	29,8%	28,7%
Rentabilidad Patrimonial (%)	12,9%	17,3%	16,9%	20,6%	22,3%	11,6%	8,2%	7,8%	7,7%
Leverage (vc)	0,8	0,9	1,6	1,6	1,1	0,7	0,9	0,8	1,2
Endeudamiento Financiero(vc)	0,6	0,8	1,0	1,1	0,7	0,6	0,7	0,6	0,9
Endeudamiento Financiero Neto(vc)	0,3	0,3	0,6	0,9	0,4	0,2	0,4	0,1	0,5
Deuda Financiera / Ebitda(1)(vc)	2,6	2,5	3,4	2,9	1,8	2,3	3,1	3,0	3,9
Deuda Financ. Neta / Ebitda(1) (vc)	1,1	0,9	2,0	2,4	0,9	0,7	1,7	0,6	2,2
FCNO / Deuda Financiera (%)	58,2%	21,3%	26,2%	8,5%	69,8%	83,6%	38,4%	24,2%	25,0%
Ebitda(1) / Gastos Financieros (vc)	3,9	5,9	4,4	4,2	6,7	4,4	5,4	6,2	3,8
Ebitda(1) / Gastos Financieros Netos(vc)	7,6	20,7	9,3	7,3	16,1	12,7	13,7	13,6	12,7
Liquidez Corriente (vc)	5,0	3,7	1,7	1,2	1,9	2,2	4,0	5,0	3,1

(1) EBITDA: Resultado operacional + Depreciación y Amortización del ejercicio.
(*) Estados financieros interinos. Indicadores anualizados donde corresponda.

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

Caracteristicas de los instrumentos

Emisión de Bonos Corporativos	Segunda	Tercera	Cuarta	Sexta
Número de Registro	SIVEM-058	SIVEM-078	SIVEM-084	SIVEM-095
Valor total del Programa de Emisión	US$ 50.000.000	US$ 100.000.000	US$ 100.000.000	RD$ 4.550.950.000
Valor de cada Emisión	US$ 2.500.000	US$ 10.000.000	US$ 10.000.000	RD$ 227.547.500
Fecha de colocación / emisión	19-05-2011	23-01-2014	23-01-2015	27-06-2016
Covenants	No tiene	No tiene	No tiene	No tiene
Emisiones inscritas al amparo del Programa	1D, 3H, 3I, 4J, 4K, 5L, 5M, 6N, 6O, 7Q, 7P, 1E, 8R, 2F, 2G 8S, 9T, 9U, 10Y y 10Z	1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9 y 10	1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9 y 10	1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 11, 12, 13, 14, 15, 16, 17, 18, 19 y 20
Conversión	No Considera	No Considera	No Considera	No Considera
Resguardos	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes
Garantía	Quirográfica	Quirográfica	Quirográfica	Quirográfica

Emisión de Bonos Corporativos	Séptima
Número de Registro	SIVEM-105
Valor total del Programa de Emisión	US$ 100.000.000 en su equivalente en RD$
Valor de cada Emisión	RD$ 233.298.000
Fecha de colocación / emisión	20-12-2016
Covenants	No tiene
Emisiones inscritas al amparo del Programa	1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 11, 12, 13, 14, 15, 16, 17, 18, 19 y 20
Conversión	No Considera
Resguardos	Suficientes
Garantía	Quirográfica

EMISIONES DE BONOS VIGENTES	1	2	3	4	5	6	7	8
Al amparo del Programa	SIVEM-078	SIVEM-078	SIVEM-078	SIVEM-078	SIVEM-078	SIVEM-078	SIVEM-078	SIVEM-078
Monto de la emisión	US$ 10.000.000	US$ 10.000.000	US$ 10.000.000	US$ 10.000.000	US$ 10.000.000	US$ 10.000.000	US$ 10.000.000	US$ 10.000.000
Amortizaciones	Tres cuotas iguales anuales a partir del año 4	Tres cuotas iguales anuales a partir del año 4	Tres cuotas iguales anuales a partir del año 4	Tres cuotas iguales anuales a partir del año 4	Tres cuotas iguales anuales a partir del año 4	Tres cuotas iguales anuales a partir del año 4	Tres cuotas iguales anuales a partir del año 4	Tres cuotas iguales anuales a partir del año 4
Fecha de vencimiento	23-01-2020	13-02-2020	13-02-2020	04-03-2020	04-03-2020	17-03-2020	17-03-2020	21-04-2020
Pago de Intereses	Mensual	Mensual	Mensual	Mensual	Mensual	Mensual	Mensual	Mensual
Tasa de Interés	6,25%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Conversión	No Considera	No Considera	No Considera	No Considera	No Considera	No Considera	No Considera	No Considera
Resguardos	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes
Garantías	Quirográfica	Quirográfica	Quirográfica	Quirográfica	Quirográfica	Quirográfica	Quirográfica	Quirográfica

EMISIONES DE BONOS VIGENTES	9	10	1	2	3	4
Al amparo del Programa	SIVEM-078	SIVEM-078	SIVEM-084	SIVEM-084	SIVEM-084	SIVEM-084
Monto de la emisión	US$ 10.000.000	US$ 10.000.000	US$ 10.000.000	US$ 10.000.000	US$ 10.000.000	US$ 10.000.000
Amortizaciones	Tres cuotas iguales anuales a partir del año 4	Tres cuotas iguales anuales a partir del año 4	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Al Vencimiento
Fecha de vencimiento	27-05-2020	27-05-2020	23-01-2025	25-02-2025	25-03-2025	25-03-2025
Pago de Intereses	Mensual	Mensual	Mensual	Mensual	Mensual	Mensual
Tasa de Interés	5,75%	5,75%	7,00%	6,5%	6,25%	6,25%
Conversión	No Considera	No Considera	No Considera	No Considera	No Considera	No Considera
Resguardos	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes
Garantías	Quirográfica	Quirográfica	Quirográfica	Quirográfica	Quirográfica	Quirográfica

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

EMISIONES DE BONOS VIGENTES	5	6	7	8	9	10
Al amparo del Programa	SIVEM-084	SIVEM-084	SIVEM-084	SIVEM-084	SIVEM-084	SIVEM-084
Monto de la emisión	US$ 10.000.000	US$ 10.000.000	US$ 10.000.000	US$ 10.000.000	US$ 10.000.000	US$ 10.000.000
Amortizaciones	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Al Vencimiento
Fecha de vencimiento	25-03-2025	28-04-2025	28-04-2025	28-04-2025	11-06-2025	11-06-2025
Pago de Intereses	Mensual	Mensual	Mensual	Mensual	Mensual	Mensual
Tasa de Interés	6,25%	6,0%	6,0%	6,0%	5,75%	5,75%
Conversión	No Considera	No Considera	No Considera	No Considera	No Considera	No Considera
Resguardos	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes
Garantías	Quirográfica	Quirográfica	Quirográfica	Quirográfica	Quirográfica	Quirográfica

EMISIONES DE BONOS VIGENTES	1	2	3	4	5	6
Al amparo del Programa	SIVEM-095	SIVEM-095	SIVEM-095	SIVEM-095	SIVEM-095	SIVEM-095
Monto de la emisión	RD$ 227.547.500	RD$ 227.547.500	RD$ 227.547.500	RD$ 227.547.500	RD$ 227.547.500	RD$ 227.547.500
Amortizaciones	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Al Vencimiento
Fecha de vencimiento	27-06-2026	27-06-2026	27-06-2026	21-07-2026	21-07-2026	21-07-2026
Pago de Intereses	Mensual	Mensual	Mensual	Mensual	Mensual	Mensual
Tasa de Interés	12%	12%	12%	11,5%	11,5%	11,5%
Conversión	No Considera	No Considera	No Considera	No Considera	No Considera	No Considera
Resguardos	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes
Garantías	Quirográfica	Quirográfica	Quirográfica	Quirográfica	Quirográfica	Quirográfica

EMISIONES DE BONOS VIGENTES	7	8	9	10	11	12
Al amparo del Programa	SIVEM-095	SIVEM-095	SIVEM-095	SIVEM-095	SIVEM-095	SIVEM-095
Monto de la emisión	RD$ 227.547.500	RD$ 227.547.500	RD$ 227.547.500	RD$ 227.547.500	RD$ 227.547.500	RD$ 227.547.500
Amortizaciones	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Al Vencimiento
Fecha de vencimiento	21-07-2026	21-07-2026	21-07-2026	21-07-2026	10-08-2026	10-08-2026
Pago de Intereses	Mensual	Mensual	Mensual	Mensual	Mensual	Mensual
Tasa de Interés	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,25%	11,25%
Conversión	No Considera	No Considera	No Considera	No Considera	No Considera	No Considera
Resguardos	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes
Garantías	Quirográfica	Quirográfica	Quirográfica	Quirográfica	Quirográfica	Quirográfica

EMISIONES DE BONOS VIGENTES	13	14	15	16	17	18
Al amparo del Programa	SIVEM-095	SIVEM-095	SIVEM-095	SIVEM-095	SIVEM-095	SIVEM-095
Monto de la emisión	RD$ 227.547.500	RD$ 227.547.500	RD$ 227.547.500	RD$ 227.547.500	RD$ 227.547.500	RD$ 227.547.500
Amortizaciones	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Al Vencimiento
Fecha de vencimiento	10-08-2026	10-08-2026	10-08-2026	10-08-2026	19-09-2026	19-09-2026
Pago de Intereses	Mensual	Mensual	Mensual	Mensual	Mensual	Mensual
Tasa de Interés	11,25%	11,25%	11,25%	11,25%	11,15%	11,15%
Conversión	No Considera	No Considera	No Considera	No Considera	No Considera	No Considera
Resguardos	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes
Garantías	Quirográfica	Quirográfica	Quirográfica	Quirográfica	Quirográfica	Quirográfica

EMISIONES DE BONOS VIGENTES	19	20

Las clasificaciones de riesgo de Feller Rate no constituyen, en ningún caso, una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información pública remitida a la Superintendencia de Valores o a la Superintendencia de Bancos y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.

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

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

Al amparo del Programa	SIVEM-095	SIVEM-095
Monto de la emisión	RD$ 227.547.500	RD$ 227.547.500
Amortizaciones	Al Vencimiento	Al Vencimiento
Fecha de vencimiento	19-09-2026	19-09-2026
Pago de Intereses	Mensual	Mensual
Tasa de Interés	11,15%	11,15%
Conversión	No Considera	No Considera
Resguardos	Suficientes	Suficientes
Garantías	Quirográfica	Quirográfica

EMISIONES DE BONOS VIGENTES	1	2	3	4	5	6
Al amparo del Programa	SIVEM-105	SIVEM-105	SIVEM-105	SIVEM-105	SIVEM-105	SIVEM-105
Monto de la emisión	RD$ 233.298.000	RD$ 233.298.000	RD$ 233.298.000	RD$ 233.298.000	RD$ 233.298.000	RD$ 233.298.000
Amortizaciones	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Al Vencimiento
Fecha de vencimiento	28-06-2027	28-06-2027	28-06-2027	28-06-2027	14-08-2027	14-08-2027
Pago de Intereses	Mensual	Mensual	Mensual	Mensual	Mensual	Mensual
Tasa de Interés	11,50%	11,50%	11,50%	11,50%	11,25%	11,25%
Conversión	No Considera	No Considera	No Considera	No Considera	No Considera	No Considera
Resguardos	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes
Garantías	Quirográfica	Quirográfica	Quirográfica	Quirográfica	Quirográfica	Quirográfica

EMISIONES DE BONOS VIGENTES	7	8	9	10	11	12
Al amparo del Programa	SIVEM-105	SIVEM-105	SIVEM-105	SIVEM-105	SIVEM-105	SIVEM-105
Monto de la emisión	RD$ 233.298.000	RD$ 233.298.000	RD$ 233.298.000	RD$ 233.298.000	RD$ 233.298.000	RD$ 233.298.000
Amortizaciones	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Al Vencimiento
Fecha de vencimiento	14-08-2027	14-08-2027	14-08-2027	14-08-2027	14-08-2027	14-08-2027
Pago de Intereses	Mensual	Mensual	Mensual	Mensual	Mensual	Mensual
Tasa de Interés	11,25%	11,25%	11,25%	11,25%	11,25%	11,25%
Conversión	No Considera	No Considera	No Considera	No Considera	No Considera	No Considera
Resguardos	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes
Garantías	Quirográfica	Quirográfica	Quirográfica	Quirográfica	Quirográfica	Quirográfica

EMISIONES DE BONOS VIGENTES	13	14	15	16	17	18
Al amparo del Programa	SIVEM-105	SIVEM-105	SIVEM-105	SIVEM-105	SIVEM-105	SIVEM-105
Monto de la emisión	RD$ 233.298.000	RD$ 233.298.000	RD$ 233.298.000	RD$ 233.298.000	RD$ 233.298.000	RD$ 233.298.000
Amortizaciones	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Al Vencimiento
Fecha de vencimiento	14-08-2027	14-08-2027	04-10-2027	04-10-2027	04-10-2027	04-10-2027
Pago de Intereses	Mensual	Mensual	Mensual	Mensual	Mensual	Mensual
Tasa de Interés	11,25%	11,25%	11,00%	11,00%	11,00%	11,00%
Conversión	No Considera	No Considera	No Considera	No Considera	No Considera	No Considera
Resguardos	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes
Garantías	Quirográfica	Quirográfica	Quirográfica	Quirográfica	Quirográfica	Quirográfica

EMISIONES DE BONOS VIGENTES	19	20

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

Al amparo del Programa	SIVEM-105	SIVEM-105
Monto de la emisión	RD$ 233.298.000	RD$ 233.298.000
Amortizaciones	Al Vencimiento	Al Vencimiento
Fecha de vencimiento	04-10-2027	04-10-2027
Pago de Intereses	Mensual	Mensual
Tasa de Interés	11,00%	11,00%
Conversión	No Considera	No Considera
Resguardos	Suficientes	Suficientes
Garantías	Quirográfica	Quirográfica

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