

	Marzo 2021	Junio 2021
Solvencia	A-	A-
Perspectivas	Estables	Estables

\* Detalle de clasificaciones en Anexo

INDICADORES RELEVANTES <sup>(1)</sup>			
	2018	2019	2020
Ingresos	9.410	10.811	7.692
Ebitda	2.120	1.289	1.373
Ebitda Ajustado	2.686	1.973	2.160
Deuda Financiera	4.350	5.043	6.165
Deuda Financiera Aj.	4.350	5.043	6.850
Margen Ebitda	22,5%	11,9%	17,9%
Margen Ebitda Ajustado	28,5%	18,2%	28,1%
Endeudamiento Total	0,9	0,9	0,9
Endeudamiento Financiero	0,3	0,4	0,4
Ebitda / Gastos Financieros	3,8	1,9	1,9
Ebitda Aj. /Gastos Financieros	4,8	3,0	3,0
Deuda Financiera Neta / Ebitda	1,7	3,4	3,7
Deuda Fin. neta Aj. / Ebitda Aj.	1,4	2,2	2,7
FCNOA/Deuda Financiera	25%	-22%	3%

(1) Definiciones de los indicadores en anexo.

PERFIL DE NEGOCIOS: SATISFACTORIO					
Principales Aspectos Evaluados	Débil	Vulnerable	Adecuado	Satisfactorio	Fuerte
Industria cíclica y competitiva					
Riesgo de sobrecostos y contingencias					
Exposición a países con mayor riesgo relativo					
Cartera de proyectos adjudicados					
Diversificación de áreas de negocios y sinergias con el Grupo Estrella					

POSICIÓN FINANCIERA: INTERMEDIA					
Principales Aspectos Evaluados	Débil	Ajustada	Intermedia	Satisfactoria	Sólida
Generación de flujos					
Endeudamiento					
Indicadores de cobertura					
Liquidez					

## FUNDAMENTOS

La clasificación "A-" asignada a la solvencia y a la línea de bonos en proceso de inscripción de Ingeniería Estrella S.A. refleja un perfil de negocios "Satisfactorio" y una posición financiera "Intermedia".

Ingeniería Estrella es una empresa constructora dedicada a la construcción de obras en los segmentos de infraestructura, edificaciones, desarrollo inmobiliario y paneles de concretos (Panelkret).

Al cierre de 2020, la disminución registrada en los ingresos de la compañía se encuentra asociada mayoritariamente a los efectos de la pandemia en la actividad de sus principales segmentos, implicando para algunos casos la paralización de ciertas obras durante los meses más complejos.

Así, los ingresos de Ingeniería Estrella y sus sucursales alcanzaron los RD\$ 7.692 millones, evidenciando una caída anual del 28,9%. Esto, se encuentra asociado a una baja en la actividad a nivel nacional (-29,8%) e internacional (-28%).

A igual fecha, al analizar la actividad a nivel nacional por unidad de negocios, y según su peso relativo, la mayor caída proviene del segmento infraestructura (-49,6%), seguido por edificaciones (-22,0%) y, en menor medida, por desarrollo inmobiliario (-11,7%).

La generación de Ebitda ajustado en 2020 se situó en los RD\$ 2.160 millones, registrando un crecimiento del 9,5% en comparación a fines de 2019. Esto, se encuentra asociado a mayores márgenes en algunos proyectos, sumado a nivel consolidado a una mayor disminución en los costos operacionales y gastos de administración durante el periodo analizado, en comparación a la caída observada en los ingresos.

El incremento del Ebitda ajustado, a pesar de la baja observada en los ingresos de la compañía, ocasionó que el margen Ebitda ajustado de Ingeniería Estrella y sus sucursales se situara en el 28,1%, a diciembre de 2020, cifra a por sobre lo registrado en 2019, pero por debajo de 2018.

Los pasivos financieros, presentaron un aumento anual del 35,8% observado a diciembre de 2020 se encuentra asociado principalmente a mayores necesidades de financiamiento de las operaciones, implicando un crecimiento en las obligaciones de corto plazo, en conjunto con la incorporación de cuentas por pagar a empresas relacionadas de largo plazo.

A pesar de los efectos de la pandemia los indicadores de cobertura de la empresa se mantienen acorde a los rangos esperados. Así, en 2020, el ratio de deuda financiera neta ajustada sobre Ebitda ajustado se incrementó hasta las 2,7 veces (2,2 veces en 2019) y la cobertura de Ebitda ajustado sobre gastos financieros se mantuvo en las 3,0 veces.

Actualmente, Ingeniería Estrella se encuentra inscribiendo un programa de bonos por \$ 5.600 millones, con vencimientos hasta 10 años, cuyo uso de fondos será para el refinanciamiento de pasivos financieros y parte del financiamiento del capital de trabajo

Ante la colocación de los bonos corporativos, se espera que los indicadores financieros se sitúen en el caso del ratio de deuda financiera neta sobre Ebitda ajustado por debajo de las 4,5 veces y la cobertura de Ebitda sobre gastos financieros por sobre las 2,5 veces.

Analista: Felipe Pantoja  
Felipe.pantoja@feller-rate.com

## PERSPECTIVAS: ESTABLES

ESCENARIO BASE: Feller Rate considera favorable los resultados obtenidos por la compañía durante 2020. No obstante, ante la contingencia asociada la crisis sanitaria continuará monitoreando sus efectos en la industria y las implicancias en la actividad de la compañía.

Ello, considera la posibilidad de una ejecución más lenta de lo esperado en los proyectos, dependiendo del avance de la pandemia y las medidas tomadas para su contención, sumado a las consecuencias macroeconómicas de este escenario.

Lo anterior, contempla eventuales presiones transitorias en los principales indicadores financieros y un mayor desafío en la mantención del *backlog* de proyectos.

Además, ante la colocación de los bonos corporativos, se espera que los indicadores financieros en el caso del ratio de deuda financiera neta sobre Ebitda ajustado se sitúe por debajo de las 4,5 veces y la cobertura de Ebitda sobre gastos financieros por sobre las 2,5 veces.

ESCENARIO DE BAJA: Podría gatillarse ante mayores presiones en los resultados de forma estructural o ante una mayor agresividad en las políticas financieras.

ESCENARIO DE ALZA: Se poco probable en el corto plazo.

### FACTORES SUBYACENTES A LA CLASIFICACIÓN

#### PERFIL DE NEGOCIOS: SATISFACTORIO

- Relevante posición competitiva, apoyada en la integración con su grupo controlador y subsidiarias del grupo.
- Diversificación y sinergia de operaciones en todas las fases de construcción. Además, mantiene participaciones en subsidiarias que desarrollan actividades complementarias que permiten una mayor sinergia que otros comparables.
- Participación en una industria cíclica y competitiva, con bajas barreras de entrada y márgenes de operación relativamente estrechos.
- Riesgos de sobrecostos y contingencias, dada la operación a través de contratos a precio fijo, en conjunto con el otorgamiento de boletas de garantía.
- Exposición a países con mayor riesgo relativo en comparación a República Dominicana.
- Adecuada diversificación de cartera de proyectos del backlog, con una mayor concentración en 2020 en el segmento internacional, principalmente en Costa Rica.

#### POSICIÓN FINANCIERA: INTERMEDIA

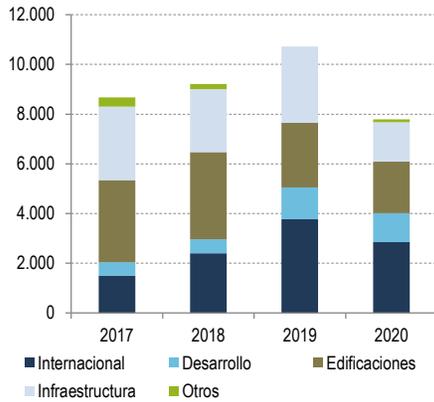
- Flujos provenientes de una amplia e importante cartera de contra de contratos adjudicados.
- Exposición a variabilidad en los ingresos y costos operacionales.
- Inversiones en subsidiarias, permite una mayor generación de Ebitda ajustado e incrementa la diversificación de fuentes de generación.
- Liquidez clasificada como "Suficiente".
- Conservadora política financiera, con bajo endeudamiento financiero.
- Actual escenario económico y de industria podrían generar presiones transitorias en los principales indicadores de cobertura y/o un ajuste en la demanda en algunos de los sectores donde participa la entidad.

## ESTRUCTURA DE PROPIEDAD

La sociedad matriz Ingeniería Estrella S.A. es controlada con el 99,75% de la propiedad por Grupo Estrella Holdings S.A.

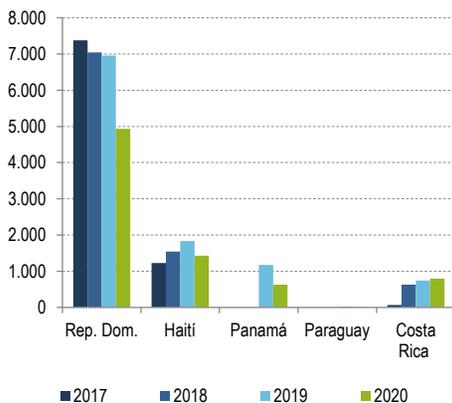
## EVOLUCIÓN DE LOS INGRESOS POR UNIDAD DE NEGOCIOS

Cifras en millones de pesos



## EVOLUCIÓN DE LOS INGRESOS POR PAÍS

Cifras en millones de pesos



## PERFIL DE NEGOCIOS

### SATISFACTORIO

Ingeniería Estrella S.A. es una empresa constructora dedicada a la construcción de obras en los segmentos de infraestructura, edificaciones, desarrollo inmobiliario y paneles de concretos (Panelkret).

La compañía desarrolla sus operaciones en República Dominicana, Costa Rica, Haití, Panamá y, recientemente, en Paraguay.

## FUERTE INTEGRACIÓN CON SU GRUPO CONTROLADOR, MEJORA LA POSICIÓN COMPETITIVA DE LA ENTIDAD

El Grupo Estrella, controlador de Ingeniería Estrella, dentro de sus diversos negocios se dedica a la construcción, industria que se ve afectada por los costos de factores como el movimiento de tierra, el acero, concreto, mano de obra, entre otros.

Por lo anterior, el Grupo mantiene una estrategia enfocada en generar mayores eficiencias mediante la integración de procesos y negocios conjuntos, lo que gatilló para el caso de Ingeniería Estrella, en la creación de Consorcio Minero Dominicano, calificado en "A+/Estables" por Feller Rate, dedicada a la industrialización y comercialización de cemento y concreto que son utilizados en las operaciones de la entidad.

Además, se creó la subsidiaria Acero Estrella S.R.L., calificada en "A-/Estables" por Feller Rate. Entidad que se dedica al diseño, fabricación, comercialización e instalación de estructuras metálicas en el mercado de República Dominicana y otros países de El Caribe.

Para mayor detalle, vea los informes de calificación de riesgo de Consorcio Minero Dominicano y de Acero Estrella S.R.L., en [www.feller-rate.com.do](http://www.feller-rate.com.do), sección Corporaciones.

Adicionalmente, el Grupo Estrella, cuenta con participaciones en otras entidades que permiten complementar las operaciones de la compañía como es el caso de Estrella Energy, que mantiene participación accionaria en AES Dominicana, Ferretería Ochoa, entre otros.

Esta estrategia ha permitido a la entidad poder posicionarse en la industria de Ingeniería y Construcción (I&C) tanto a nivel nacional como en los países en los cuales participa, generando además una relevante posición competitiva en comparación a otros participantes de la industria, considerando su integración vertical.

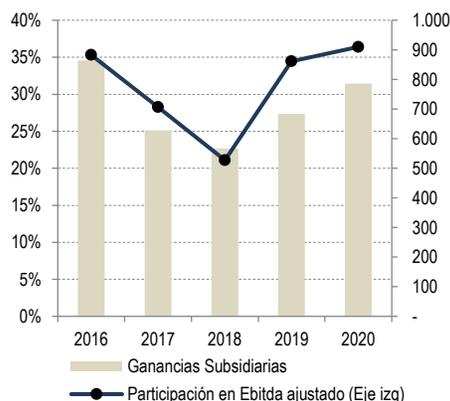
Al analizar a los principales proveedores de la compañía se observó en 2020 una concentración del 26,7% en los primeros 5 y un 36% en los primeros 10, cifras menores que 2019 (35,9% y 45%, respectivamente).

Al respecto, dentro de estos principales proveedores se encuentran entidades pertenecientes al grupo como Ferretería Ochoa, Consorcio Minero Dominicano, Acero Estrella, Express Gaz S.A., entre otros.

A diciembre de 2020, el principal proveedor con el 10,4% correspondía a Ferretería Ochoa y el segundo a Consorcio Minero Dominicano con un 8,3%. No obstante, se encuentra acorde a lo esperado, considerando su integración con la compañía.

**EVOLUCIÓN DE LAS GANANCIAS EN LA PARTICIPACIÓN DE SUBSIDIARIAS Y SU PARTICIPACIÓN EN EL EBITDA AJUSTADO**

Cifras millones de pesos



**PRINCIPALES INDICADORES DE LAS CUENTAS POR COBRAR**

Cifras en miles de millones de pesos

	2017	2018	2019	2020
Mora mayor a 90 días (%)	42,0%	46,9%	32,3%	20,4%
Cobertura mora mayor a 90 días	0,0	0,1	0,2	0,2
Cartera bruta / Ingresos (%)	91,0%	98,8%	102,2%	158,1%
Cartera mora mayor a 90 días / Ingresos (%)	38,2%	46,3%	33,0%	32,3%
Cartera con EERR / Ingresos (%)	7,7%	9,5%	7,9%	10,0%

**RELEVANTE PARTICIPACIÓN DE LAS GANANCIAS DE SUBSIDIARIAS EN LA GENERACIÓN DE EBITDA DE LA COMPAÑÍA**

Parte de la estrategia de la compañía contempla la mantención de inversiones en la propiedad de subsidiarias, principalmente en fideicomisos asociados a su segmento de desarrollos inmobiliario y empresas pertenecientes al grupo como es el caso de Estrella Energy S.R.L., Acero Estrella S.R.L y Consorcio Minero Dominicano S.A.

En 2020, la ganancia en subsidiarias se concentra mayoritariamente en los resultados de Estrella Energy, Acero Estrella y Consorcio Minero Dominicano, permitiendo compensar los resultados negativos registrados en algunos fideicomisos inmobiliarios de viviendas.

Durante el periodo analizado, la participación de este ítem en la generación de Ebitda ajustado de la compañía ha mantenido un comportamiento dispar, entre un 20% hasta un 36%, dependiendo de los resultados. A diciembre de 2020, su participación se situó en el 36,4%.

**CUENTAS POR COBRAR A CLIENTES SE MANTIENE AL ALZA, CON BAJO NIVELES DE PROVISIONES QUE SE VE COMPENSADO AL TENER CONTRAPARTE EL ESTADO**

Durante el periodo evaluado, las cuentas por cobrar a clientes, que representan el monto de facturación bruto por el trabajo realizado a la fecha menos los avances recibidos de los clientes, ha reflejado una tendencia creciente desde niveles brutos en torno a los RD\$ 7.597 millones en 2016 hasta los RD\$ 12.160 millones en 2020.

Al analizar la cartera se observó que los niveles de mora mayor a 90 días se han mantenido a la baja con respecto a su participación sobre el total hasta situarse en 2020 en el 20,4% (61,4% a diciembre de 2016).

Sin embargo, la cobertura de la mora mayor a 90 días se mantiene por debajo de las 0,3 veces debido a los bajos niveles de provisiones.

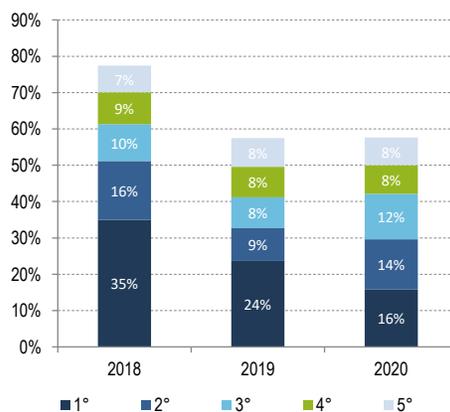
Esto, se encuentra asociado, principalmente, a que mayoritariamente la cartera bruta total corresponde a cuentas asociadas al pago pendiente de los gobiernos en los países donde participa la entidad (Haití, Panamá y República Dominicana) y entidades privadas con una adecuada calidad crediticia.

Al respecto, se debe considerar que la compañía contempla como parte de su estrategia una clasificación de riesgo crediticio para determinar el riesgo de pérdida de sus principales clientes. Ello en conjunto con la experiencia de la compañía, en el caso de los saldos de cuentas a los gobiernos son cobrados en un plazo no mayor de tres años posterior a la emisión de las facturas.

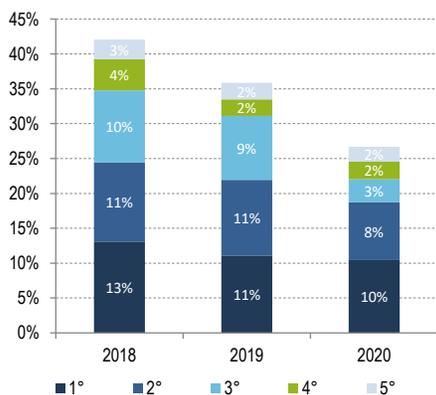
Además, se considera para el gobierno dominicano una probabilidad de pérdida utilizada del 2,44% y para el gobierno haitiano del 38,6%.

El ratio cartera bruta sobre los ingresos de Ingeniería Estrella y sucursales se ha mantenido por sobre el 90% durante el periodo evaluado. No obstante, la cartera con mora mayor a 90 días se mantiene por debajo del 50% (32,3% en 2020) a pesar de las caídas en los ingresos durante el último año.

**EVOLUCIÓN DE LA PARTICIPACIÓN EN LOS INGRESOS DE LOS PRINCIPALES CINCO CLIENTES**



**EVOLUCIÓN DE LA PARTICIPACIÓN DE LOS PRINCIPALES CINCO PROVEEDORES**



**PRINCIPALES CLIENTES SE MANTIENEN CONCENTRADOS, PERO CON MAYOR DIVERSIFICACION ENTRE ELLOS EN COMPARACIÓN A AÑOS ANTERIORES**

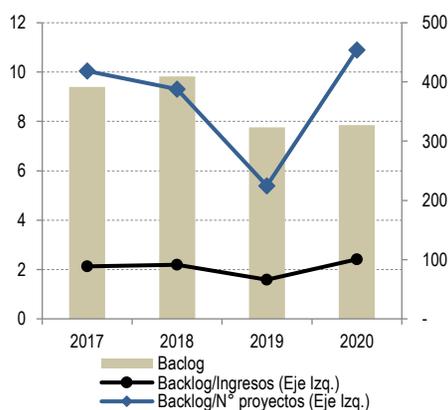
Durante el periodo analizado, los principales 10 clientes de Ingeniería Estrella han presentado una relevante concentración por sobre el 80%, alcanzando el 83,3% en 2020 (82,8% en 2019), mientras que los principales 5 clientes tras la caída registrada en 2019 se han mantenido en 2020 en el 57,6%.

El principal cliente corresponde al Ministerio de Obras Públicas y Comunicaciones de República Dominicana (MOPC) cuya participación disminuyó desde el 35% obtenido a fines de 2018 hasta el 15,8% en 2020.

Al respecto, en 2020, dentro de los principales clientes se encontraba en segundo lugar el Ministerio de Obras Públicas, Transporte y Comunicaciones de Haití (MTPTC) con el 13,8%, seguido por la Constructora Hernan Solis (12,5%) y un Fideicomiso Inmobiliario (7,9%).

**EVOLUCIÓN DEL BACKLOG**

Cifras en millones de dólares



**BACKLOG PRESENTA UNA MAYOR DIVERSIFICACIÓN POR PAÍS, QUE LOGRO COMPENSAR LA DISMINUCIÓN REGISTRADA EN LA GENERACIÓN PROVENIENTE DE DOMINICANA**

El *backlog* (saldo de proyectos por ejecutar), considerando los proyectos con contrato firmado, ha presentado un comportamiento dispar, considerando su nivel de actividad consolidado como por país.

A diciembre de 2020, el *backlog* alcanzó los US\$ 327 millones, presentando un crecimiento anual del 1,1%, pero se mantiene por debajo de los rangos observado en 2018. Esto, según su peso relativo, se debe a un fuerte crecimiento en los proyectos a ejecutar en Costa Rica, que permitió compensar las caídas en Dominicana (-25,7% anual) y Haití (-61,1% anual).

Al respecto, al analizar el *backlog* por segmento, se registró una fuerte caída en Infraestructura y Edificación a nivel nacional que fue compensado con una mayor cantidad de proyectos en desarrollo inmobiliaria y el área internacional.

Ello generó que la participación del segmento edificación y de infraestructura disminuyeran hasta el 4,1% y 12,5%, respectivamente, mientras que desarrollo inmobiliario y el área internacional incrementaran su participación hasta el 31% y 52,4%.

A su vez, se observó un incremento del valor promedio por proyecto, alcanzando niveles de 10,9 MMUS\$/unidad, cifra por sobre lo obtenido en 2019.

Actualmente, el *backlog* de la compañía mantiene una adecuada diversificación por proyectos. No obstante, la cartera de proyectos se encuentra expuesta, en algunos casos, a los ciclos económicos, sumado a eventuales riesgos de retrasos en las inversiones por parte de los mandantes.

Al respecto, se debe considerar que parte de las contrapartes son los ministerios de obras públicas de los distintos países donde participa la compañía, contribuyendo a una mayor estabilidad considerar su contra cíclico de las inversiones de este sector. Al respecto, en 2020 cerca del 68,6% del *backlog* corresponde al sector público.

La empresa se encuentra constantemente realizando propuestas para nuevas adjudicaciones de proyectos en sus principales segmentos. Ello, se ha podido observar en los últimos dos años considerando que ha registrado proyectos en negociación por sobre los US\$ 320 millones, cifra similar a los *backlogs* registrados en dichos años.

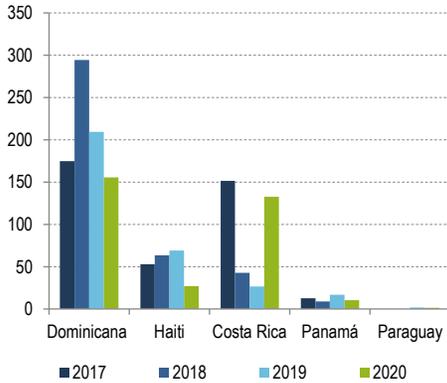
**PRINCIPALES PROYECTOS DEL BACKLOG**

Cifras en millones de dólares, a diciembre de 2020

Proyecto	País	Monto a ejecutar	% backlog
Rehab. Barranca-Limonal-Angostura	CR	91,3	27,9%
Edificio Homs	RD	43,3	13,2%
Sbc-Livera Etapa 2	RD	30,6	9,4%
Construcción Cartago, Taras-La Lima	CR	29,0	8,9%
Consortio Norte Sur	RD	28,7	8,8%
Sbc Livera	RD	13,3	4,1%
Circunvalacion Norte Costa Rica	CR	12,5	3,8%
Ciudad Juan Bosch Lote 9	RD	12,3	3,8%
Panama Carretera Cpa-El Jaguito-Calobre	PN	9,3	2,9%

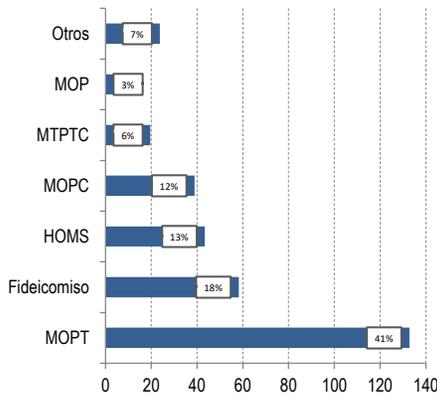
**BACKLOG POR PAÍS**

Cifras en millones de dólares



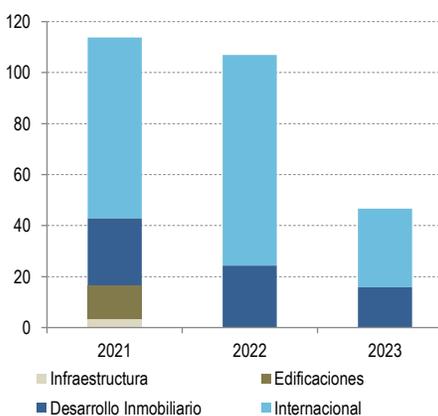
**BACKLOG: PRINCIPALES MANDANTES**

Cifras en millones de dólares, a diciembre de 2020



**BACKLOG: PLAZO ESTIMADO DE EJECUCIÓN**

A diciembre de 2020



**EXPOSICIÓN A ECONOMÍAS CON DISTINTO RIESGO RELATIVO EN COMPARACIÓN A REPÚBLICA DOMINICANA**

Durante el periodo evaluado, la compañía ha mantenido una estrategia de diversificar sus operaciones en distintos mercados con participaciones en países como Haití, Panamá ("BBB/Estables"), Costa Rica ("B/Negativas") y Paraguay ("BB/Estable").

Esta mayor diversificación es favorable en términos de su perfil de negocio, sin embargo, expone a la entidad a economías, mayoritariamente, con un mayor riesgo relativo en comparación a República Dominicana ("BB-/Negativas").

Lo anterior queda reflejado al analizar la evolución y composición de los ingresos de la compañía. El segmento internacional, ha presentado un constante crecimiento en su participación, evidenciando un alza desde un 14,9% en 2017 hasta un 36,6% en 2020.

Asimismo, la generación de Ebitda proveniente del segmento internacional pasó desde valores deficitarios en 2017 hasta alcanzar una participación del 16% en 2020 (29,1% a diciembre de 2019).

**ACTOR CON UN DESTACADO POSICIONAMIENTO EN CONJUNTO A UNA ADECUADA DIVERSIFICACIÓN E INTEGRACIÓN DE NEGOCIOS**

La empresa participa, en forma directa y a través de sus filiales, en una amplia gama de actividades en distintos sectores de la economía, entregando servicios relacionados con la ejecución de obras civiles, obras públicas, servicio de maquinaria y equipos, edificación de proyectos inmobiliarios y concesiones.

Ingeniería Estrella cuenta con una extensa trayectoria, conocimientos y posicionamiento de marca (Estrella), siendo capaz de llevar a cabo diversos proyectos. Esto, sumado a la diversificación e integración con sus subsidiarias, le entrega un mayor volumen de potenciales oportunidades de negocio en comparación a otros competidores.

Al respecto, se destaca las sinergias operativas para optimizar recursos, capacidad de respuesta y estimaciones de costos que le permite la integración a los materiales básicos para el sector, por medio de las subsidiarias (principalmente Acero Estrella y CMD), como es el caso del cemento, concreto, agregados, estructuras metálicas, entre otros.

Adicionalmente la entidad realiza proyectos en nichos de mayor complejidad, tamaño y requerimientos que generan ciertas barreras de entradas en comparación a otros competidores en la industria.

Parte relevante de los negocios que realiza la entidad funcionan principalmente mediante el financiamiento por medio de adelantos y pagos que se producen de acuerdo con el grado de avance de las obras. Para el remanente de obras donde no hay anticipos, el financiamiento se obtiene en forma directa la compañía.

**— SEGMENTO INTERNACIONAL:**

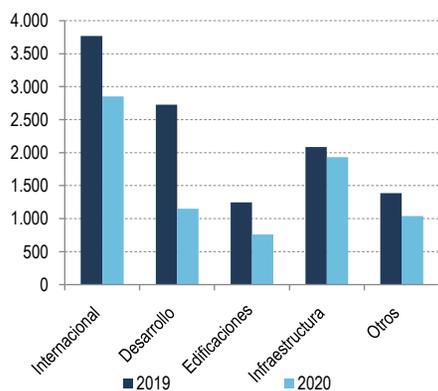
Ingeniería Estrella, ha mantenido una estrategia que contempla, entre otros factores, potenciar su actividad internacional, con el foco es disminuir los impacto de la ciclicidad y volatilidad del mercado local.

Ello, se tradujo en un fuerte crecimiento durante 2020 de las ordenes de mercados provenientes del sector internacional, que permitió disminuir las menores órdenes a nivel nacional. Al respecto, el mayor crecimiento proviene de Costa Rica.

A su vez, gran parte de las licitaciones corresponden al sector de vialidad-infraestructura que son requeridos por el sector público.

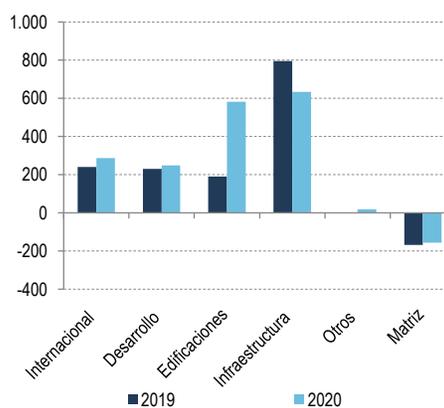
**EVOLUCIÓN DE LOS INGRESOS UNIDAD DE NEGOCIO**

Cifras en millones de pesos

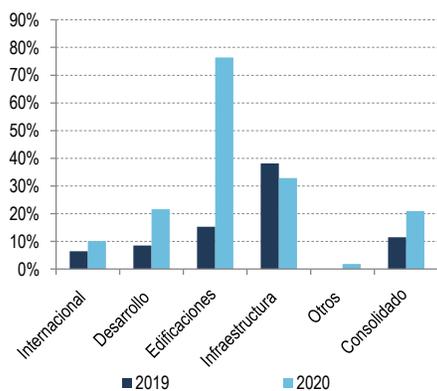


**EVOLUCIÓN DEL EBITDA POR UNIDAD DE NEGOCIO**

Cifras en millones de pesos



**EVOLUCIÓN DEL MARGEN EBITDA POR UNIDAD DE NEGOCIO**



**— DESARROLLO INMOBILIARIO:**

El segmento se dedica al desarrollo y comercialización de proyectos inmobiliarios, que realizan mediante la entrega del proyecto a una Fiduciaria, la cual ejecuta las fases del proyecto bajo la total dirección de Ingeniería Estrella.

Esta modalidad le permite a la compañía disminuir las presiones financieras asociadas a los proyectos inmobiliarios en su balance consolidado, al desconsolidarlo mediante un fideicomiso.

Además, la construcción de dicho proyecto la realiza Ingeniería Estrella incrementando su actividad en el segmento de Edificación y en otras subsidiarias.

Dentro de los proyectos en desarrollo se encuentran los fideicomisos Ciudad Juan Bosch Lote 9, SBC Livera, SBC Livera Etapa 2 y Ciudad Juan Bosch Lote 10.

Otros factores a considerar en este segmento son los plazos para el desarrollo de cada proyecto, lo que implica que en algunos periodos se encuentran mayormente concentrados en la construcción y en otros en su escrituración. Además, la entidad no mantiene un banco de terrenos en la actualidad, buscando cada terreno al momento de definir el proyecto.

**— INFRAESTRUCTURA:**

Este segmento a lo largo de su historia ha realizado la ejecución de diversas obras en distintos subsectores, concentrándose principalmente en obras de vialidad, carreteras, puentes y el movimiento de tierra) principalmente por proyectos licitados por el sector público.

No obstante, en los últimos años se ha observado una mayor actividad en la adjudicación por medio de la gestión comercial y en proyectos relacionados a empresas del grupo.

**— EDIFICACIÓN:**

Las operaciones en el segmento de edificación mantienen una mayor concentración en el sector privado

Durante 2020, se observó una fuerte concentración de las ordenes de ventas del canal de edificación en proyectos del grupo. Esto, al igual que en otros segmentos, evidencia las sinergias y complementariedades que tienen el Grupo Estrella entre sus distintas filiales.

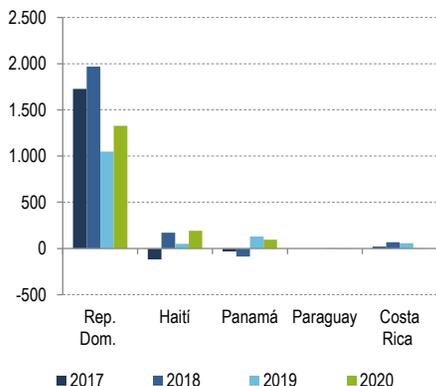
**— PANELES DE CONCRETO LIVIANO:**

Esta reciente área de negocios se dedica a la fabricación y comercialización de Paneles en Concreto Liviano, manejados en el mercado bajo la marca PANELKRET. Ello, enfocado en aumentar la diversificación de negocios y productos de la entidad, sumado a una mayor innovación de oferta en el mercado dominicano, con un alto potencial de crecimiento.

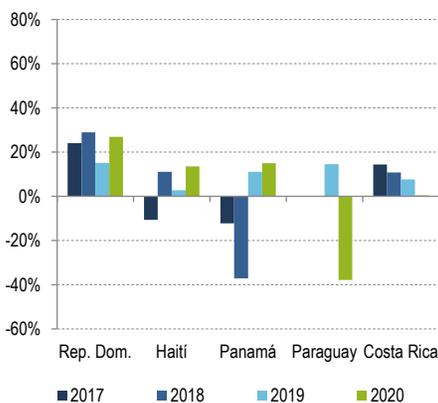
Actualmente este segmento representa un porcentaje acotado de participación en los resultados consolidados de la compañía.

**EVOLUCIÓN DEL EBITDA POR PAÍS**

*Cifras en millones de pesos*



**EVOLUCIÓN DEL MARGEN EBITDA POR PAÍS**



**EVOLUCIÓN DE LA VARIACIÓN TRIMESTRAL DEL PIB Y PIB DE CONSTRUCCIÓN**



Fuente: Banco Central de la República Dominicana

**DIVERSIFICACIÓN DE SEGMENTOS PERMITE COMPENSAR BAJAS EN LAS ACTIVIDADES**

La diversificación de segmentos en que participa Ingeniería Estrella, sumado a las operaciones que mantienen sus subsidiarias, permite compensar bajas en las actividades de algunas filiales, mediante crecimiento en otros sectores.

Durante el periodo analizado, los ingresos se encuentran concentrados mayoritariamente en servicios de construcción, pero diversificado entre distintos subsegmentos.

A nivel nacional, los ingresos se han concentrado en el segmento de edificación seguido por consorcios, infraestructura y la construcción de desarrollos inmobiliarios.

Al respecto, se puede observar, entre 2017 y 2020, que la caída registrada en los ingresos del segmento de consorcios se ha compensado con mayores actividades en otros segmentos como es el caso de desarrollo inmobiliarios y edificación.

**PARTICIPACIÓN EN UNA INDUSTRIA CÍCLICA Y COMPETITIVA**

La industria de Ingeniería y Construcción (I&C) e Inmobiliaria presenta una correlación positiva a las condiciones macroeconómicas. Al respecto, ante contracciones de la economía provocan postergaciones de grandes inversiones del sector y variables como acceso al financiamiento, tasa de desempleo, inflación y expectativas económicas condicionan fuertemente la actividad del sector.

**— SECTOR CONSTRUCCIÓN**

La compañía enfrenta un ambiente fuertemente competitivo, y de bajas barreras de entrada a los mercados, lo que determina una constante presión sobre los márgenes de operación.

Dentro de los principales nichos donde participa la entidad, el financiamiento de los proyectos se realiza mayoritariamente por medio de anticipos según el grado de avance de las obras, lo que reduce su necesidad de financiamiento externo para el capital trabajo.

En contraposición, los proyectos y obras suelen realizarse bajo la modalidad "llave en mano" y sobre la base de contratos a precio fijo, por lo que los clientes transfieren a la empresa los riesgos de sobrecostos y contingencias.

Ello, en el caso de gran parte de los contratos de la compañía se ven mitigado al estar en dólares y además se pueden solicitar ordenes de cambios, en caso de mayores costos, como también mantienen clausuras de fuerza mayor.

Destaca, asimismo, la utilización de boletas de garantía, con el fin de garantizar plazos y forma para los mandantes. Feller-Rate considera de forma importante los riesgos asociados a ejecución de boletas de garantía por atraso.

**— SECTOR INMOBILIARIO**

El área inmobiliaria, en tanto, presenta una mayor sensibilidad al ciclo económico, en comparación con Obras Civiles.

El desarrollo de proyectos inmobiliarios requiere de fuertes necesidades de financiamiento del capital de trabajo para la construcción, el que se realiza a través de líneas de crédito, cuya amortización está ligada a la venta de las unidades inmobiliarias.

En consecuencia, situaciones de sobre oferta y ralentización de las ventas repercuten directamente sobre la velocidad de pago de las líneas de crédito a la construcción e incrementan su costo financiero afectando negativamente la flexibilidad financiera de las empresas.

## **PRESIONES EN LA INDUSTRIA DE CONSTRUCCIÓN ANTE EL AVANCE DE LA PANDEMIA**

Durante 2020, se observó un avance relevante en el brote del COVID-19 (Coronavirus) a nivel global, ante lo cual los distintos países, incluido Republica Dominicana, tomaron fuertes medidas orientadas a frenar el contagio. Entre ellas se encuentran restringir el libre desplazamiento de las personas, cierre de fronteras para personas (salvo para el traslado de productos) y cierre de operaciones para distintas industrias, tales como centros comerciales, casinos, hoteles y restaurantes, entre otros.

El sector de la construcción ha presentado en los últimos dos años un crecimiento por sobre lo observado en la economía dominicana.

Ante este escenario, el sector de construcción durante los meses más complejos del avance de la pandemia las operaciones en distintos proyectos fueron detenidas en su totalidad. Posteriormente, las actividades han vuelto de forma paulatina a operar tomando todas las medidas exigidas por las entidades sanitarias respectivas de cada país.

Al respecto, a nivel industria, según cifras publicadas por el Banco Central, la actividad económica del segmento de construcción presentó una caída del 27,9% en el segundo trimestre de 2020. No obstante, durante el tercer trimestre de dicho año se registró una recuperación en el PIB del sector construcción, con un crecimiento del 5,7% en comparación a igual periodo de 2019.

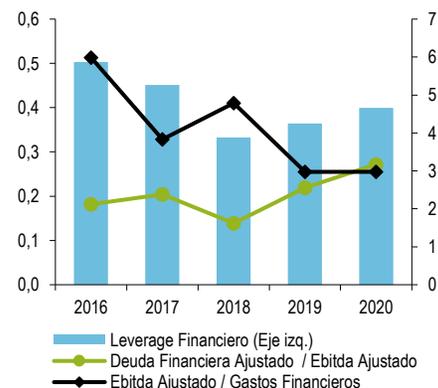
Feller Rate continuará monitoreando los efectos de la crisis sanitaria en el sector construcción e inmobiliario, tanto en el perfil de negocios y la posición financiera de la compañía, considerando que se mantienen presiones en los mercados y un nivel de incertidumbre ante la duración de la pandemia en conjunto con las medidas que tomará la autoridad para contener los rebrotes. Además, considerando las expectativas sobre como este escenario repercute en el desempeño económico.

Otros factores relevantes a observar, será la ejecución de los planes de inversiones de los sectores públicos de cada país, como el continuo cumplimiento en los pagos, como también los cambios que puedan ocurrir por cambios en los gobiernos, entre otros factores.

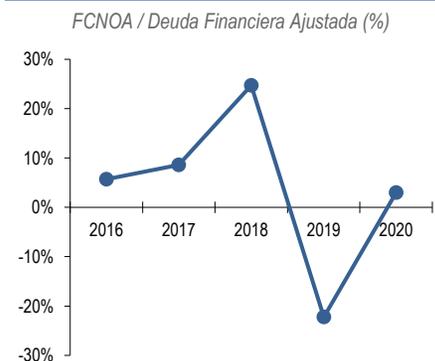
**EVOLUCIÓN DE INGRESOS Y MÁRGENES**



**EVOLUCIÓN ENDEUDAMIENTO E INDICADORES DE SOLVENCIA**



**INDICADOR DE COBERTURA**



**POSICION FINANCIERA**

**INTERMEDIA**

El análisis se ha realizado a los estados financieros de Ingeniería Estrella S.A. (casa matriz) y Estrella Haití S.A. llamados también Ingeniería Estrella y sucursales. Estos consideran que los ingresos de compañía se encuentran compuestos por construcción y supervisión de proyectos, cuyo reconocimiento se realiza una vez el trabajo ha sido inspeccionado por un ingeniero independiente.

**RESULTADOS Y MÁRGENES:**

A pesar de las dificultades producto del avance de la pandemia y de los menores ingresos, la generación Ebitda presentó un crecimiento durante 2020

Durante el periodo evaluado los resultados de Ingeniería Estrella han presentado márgenes con un comportamiento relativamente dispar. Ello, debido a los niveles de participación de cada negocio en los resultados, considerando márgenes mayores en algunos subsegmentos de la industria, en conjunto con el grado de actividad por país.

Además, se debe considerar la incidencia que tiene en la generación de Ebitda ajustado la participación en negocios que no consolidan, pero que se incorporan mediante la cuenta "Participación en las ganancias de subsidiarias, neto de impuestos a las ganancias".

Al cierre de 2020, la disminución registrada en los ingresos de la compañía se encuentra asociada mayoritariamente a los efectos de la pandemia en la actividad de sus principales segmentos, implicando para algunos casos la paralización de ciertas obras durante los meses más complejos.

Así, los ingresos de Ingeniería Estrella y sucursales alcanzaron los RD\$ 7.692 millones, evidenciando una caída anual del 28,9%. Esto, se encuentra asociado a una baja en la actividad a nivel nacional (-29,8%) e internacional (-28,0%).

Al respecto, la parte internacional, presentó una fuerte baja en todos los países en los que participa exceptuando Costa Rica, que evidenció un crecimiento anual del 3,4%, pero con un bajo peso relativo a nivel consolidado.

A igual fecha, al analizar la actividad a nivel nacional por unidad de negocios, y según su peso relativo, la mayor caída proviene del segmento infraestructura (-49,6%), seguido por edificaciones (-22,0%) y, en menor medida, por desarrollo inmobiliario (-11,7%).

La generación de Ebitda ajustado (incluye participaciones en asociadas en negocios de las subsidiarias) en 2020 se situó en los RD\$ 2.160 millones, registrando un crecimiento del 9,5% en comparación a fines de 2019.

Esto, se encuentra asociado a mayores márgenes en algunos proyectos, sumado a nivel consolidado a una mayor disminución en los costos operacionales y gastos de administración durante el periodo analizado en comparación a la caída observada en los ingresos.

No obstante, se debe considerar que parte de la estrategia utilizada por la compañía para enfrentar la pandemia contempló la disminución de personal, debido a la paralización de obras, entre otras medidas con foco en la disminución de los costos operacionales. Ello,

en la medida que las operaciones estén en plena capacidad se debería revertir, implicando mayores costos.

Al analizar los resultados en las participaciones en subsidiarias, se observó durante 2020 una caída anual del 14,9%.

Asimismo, al observar la generación de Ebitda en los principales segmentos, en 2020 se registró una disminución del 20,2% en infraestructura, que se vio compensado con mayores resultados en los otros segmentos, principalmente edificación e internacional.

El incremento del Ebitda ajustado, a pesar de la baja observada en los ingresos de la compañía, ocasionó que el margen Ebitda ajustado de Ingeniería Estrella se situara en el 28,1%, a diciembre de 2020, cifra a por sobre lo registrado en 2019, pero por debajo de 2018.

Durante el periodo analizado, la generación de flujo de caja neto operacional ajustado (FCNOA), presenta un comportamiento dispar, con valores deficitarios y una recuperación relevante los siguientes años, coherente con los ciclos que tienen los proyectos de I&C e inmobiliarios.

Tras presentar un FCNOA positivo y creciente durante 2016 hasta 2018, en 2019 se registró valores deficitarios. En 2020 se observó un FCNOA positivo (\$203 millones), pero menor a lo observado en años anteriores.

Feller Rate, continuará monitoreando el avance de la pandemia y sus impactos en los resultados de la compañía, considerando la incertidumbre que genera tanto en su duración como en el impacto en los niveles de actividad.

Además, se considera los efectos que puede tener en los niveles de actividad del sector construcción y en la demanda inmobiliaria para los próximos periodos, entre otros factores.

## ENDEUDAMIENTO Y COBERTURAS:

Se proyecta un mayor nivel de endeudamiento ante la eventual colocación de bonos corporativo. No obstante, se mantendrán acorde a los rangos de la calificación de riesgo

Las políticas de financiamiento de la compañía contemplan un adecuado mix entre generación propia de la entidad y endeudamiento financiero.

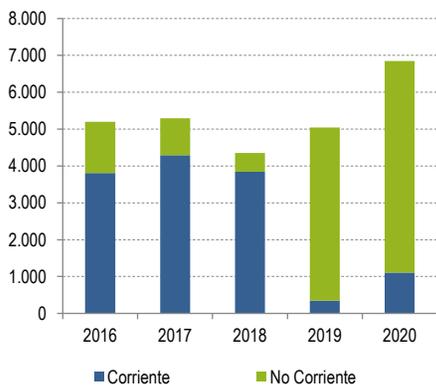
La entidad mantiene deuda asociada al financiamiento de equipo y maquinarias, con cuotas trimestrales, iguales y consecutivas. Además de financiamiento estructurado en el largo plazo, cuya utilización de los fondos recaudados fue para el financiamiento de las operaciones y/o crecimiento de la entidad.

Durante el periodo analizado, los pasivos financieros han presentado un comportamiento dispar, dependiendo de las necesidades de financiamiento de cada proyecto y maquinaria. Al respecto, tras la fuerte caída registrada en 2018, posteriormente se ha registrado un crecimiento constante en la deuda financiera ajustada (incorpora cuentas por pagar a empresas relacionadas de largo plazo) hasta los RD\$ 6.850 millones en 2020.

Al respecto, el aumento anual del 35,8% observado a diciembre de 2020 se encuentra asociado principalmente a mayores necesidades de financiamiento de las operaciones, implicando un crecimiento en las obligaciones de corto plazo, en conjunto con la incorporación de cuentas por pagar a empresas relacionadas de largo plazo.

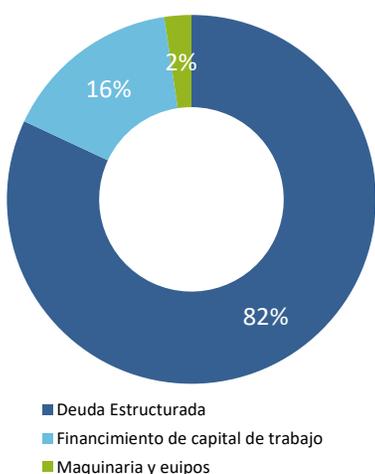
**EVOLUCIÓN DE LA DEUDA FINANCIERA AJUSTADA**

Cifras en millones de pesos



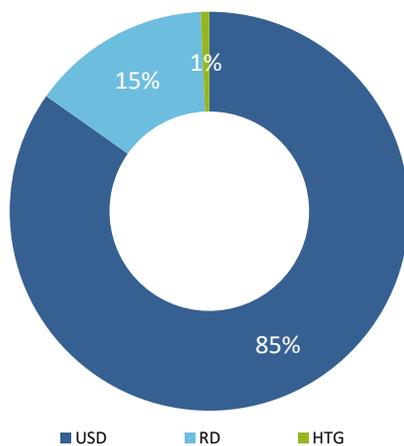
**COMPOSICIÓN DE LA DEUDA FINANCIERA POR TIPO DE DEUDA**

Cifras a diciembre de 2020



**COMPOSICIÓN DE LA DEUDA FINANCIERA POR MONEDA**

Cifras a diciembre de 2020



Además, se debe considerar que la entidad ha mantenido un mayor nivel de caja durante el periodo, principalmente para resguardar la liquidez de la entidad ante los efectos de la pandemia. Al descontar los niveles de caja se observa que el crecimiento en la deuda financiera neta anual se situó en un 32,6%.

Los pasivos financieros a diciembre de 2020 se encuentran estructurados mayoritariamente en el largo plazo, alcanzando el 83,8% del total de las obligaciones financieras. El porcentaje restante se encuentra en el corto plazo, repartido en 8 distintas instituciones financieras, mediante préstamos o líneas de créditos, entre otros.

Actualmente, Ingeniería Estrella se encuentra inscribiendo un programa de bonos por RD\$ 5.600 millones, con vencimientos hasta 10 años, cuyo uso de fondos será para el refinanciamiento de pasivos financieros y parte del financiamiento del capital de trabajo.

Este escenario, permitirá a la compañía tener mayores holguras financieras en el corto plazo, considerando vencimientos estructurados al largo plazo. No obstante, implicará un mayor nivel de deuda financiera en comparación al actual.

La compañía durante el periodo evaluado ha mantenido un *leverage* financiero entre las 0,3 veces hasta las 0,5 veces. Al respecto, con la incorporación de los nuevos niveles de deuda esperados con la colocación de los bonos corporativos se espera que el *leverage* financiero se mantenga por debajo de las 0,6 veces.

A pesar de los efectos de la pandemia los indicadores de cobertura de la empresa se mantienen acorde a los rangos esperados. Así, en 2020, el ratio de deuda financiera neta sobre Ebitda ajustado se incrementó hasta las 2,7 veces (2,2 veces en 2019) y la cobertura de Ebitda ajustado sobre gastos financieros se mantuvo en las 3,0 veces.

Ante la colocación de los bonos corporativos, se espera que los indicadores financieros se sitúen en el caso del ratio de deuda financiera neta sobre Ebitda ajustado por debajo de las 4,5 veces y la cobertura de Ebitda sobre gastos financieros por sobre las 2,5 veces.

Feller Rate, considera favorable los resultados obtenidos por la compañía durante 2020. No obstante, ante la contingencia producto de la crisis sanitaria se continuará monitoreando sus los efectos en la industria y las implicancias en la actividad de la compañía.

Ello, considera un eventual debilitamiento transitorio en los principales indicadores financieros, con retrasos en el avance de los proyectos, entre otros factores. Además, contempla un mayor desafío en la mantención del *backlog* de proyectos.

**LIQUIDEZ: SUFICIENTE**

La liquidez de Ingeniería Estrella se encuentra calificada como "Suficiente". Ello, considera la estrategia utilizada por la entidad para resguardar sus niveles de caja y el funcionamiento de la compañía durante la pandemia.

Ello, sumado a niveles de caja por RD\$ 1.105 millones, una generación de Ebitda ajustado por RD\$ 2.160 millones, en comparación a vencimientos de deuda de corto plazo por RD\$ 1.111 millones, los cuales corresponden principalmente al financiamiento de capital de trabajo.

Por otro lado, la posición de liquidez de la compañía se ve favorecida por su capacidad de acceso al mercado financiero, contando con disponibilidad y capacidad de uso de líneas de crédito bancarias, las cuales se encuentran parcialmente giradas, sin incluir las líneas de proyectos ni boletas de garantías.

## CARACTERÍSTICAS PRINCIPALES DE SU PRIMER PROGRAMA DE EMISIÓN DE BONOS CORPORATIVOS

El monto a colocar en el mercado nacional es de \$ 5.600 millones mediante emisiones, con un plazo de hasta 10 años, con amortizaciones de tipo bullet, cuyos usos de fondos serán para el financiamiento del capital de trabajo, y la reestructuración de pasivos financieros de la compañía.

La tasa de interés será fija anual en pesos dominicanos. Además, el presente programa de emisiones no cuenta con la opción de redención anticipada.

El programa de emisión contempla límites en relación al endeudamiento de la compañía, estos son un ratio de Ebitda sobre gastos financieros mayor o igual a 1,0 vez, y un endeudamiento financiero (Deuda Financiera/Capital Contable) menor o igual a las 2,0 veces.

	Marzo de 2021	Junio de 2021
Solvencia	A-	A-
Perspectivas	Estables	Estables
Líneas de Bonos (*)	A-	A-

\*Primera emisión en proceso de inscripción.

**RESUMEN FINANCIERO CONSOLIDADO INGENIERÍA ESTRELLA S.A. (CASA MATRIZ) Y ESTRELLA HAITÍ S.A.**

(Millones de Pesos de República Dominicana)

	2016	2017	2018	2019	2020
Ingresos <sup>(1)</sup>	8.961	8.955	9.410	10.811	7.692
Ebitda <sup>(2)</sup>	1.585	1.595	2.120	1.289	1.373
Ebitda Ajustado <sup>(3)</sup>	2.449	2.222	2.686	1.973	2.160
Resultado Operacional	1.306	1.291	1.819	984	1.097
Ingresos Financieros	28	35	28	57	47
Gastos Financieros	-409	-581	-561	-663	-725
Ganancia (Pérdida) del Ejercicio	1.346	1.476	1.945	767	822
Flujo Caja Neto de la Operación (FCNO)	-90	-98	540	-1.705	-471
Flujo Caja Neto de la Operación Ajustado (FCNO Aj.) <sup>(4)</sup>	297	456	1.075	-1.121	203
FCNO Libre de Intereses Netos y Dividendos Pagados <sup>(5)</sup>	-90	-98	540	-1.705	-471
Inversiones en Activos fijos Netas	-614	-105	138	627	100
Inversiones en Acciones					
Flujo de Caja Libre Operacional	-704	-203	678	-1.078	-370
Dividendos pagados					
Flujo de Caja Disponible	-704	-203	678	-1.078	-370
Movimiento en Empresas Relacionadas					
Otros movimientos de inversiones		420	113	884	100
Flujo de Caja Antes de Financiamiento	-704	217	791	-194	-270
Variación de capital patrimonial	-35	-27	-109	-48	
Variación de deudas financieras	1.061	4	-1.033	530	601
Otros movimientos de financiamiento	-40	6	26	-265	63
Financiamiento con EERR					
Flujo de Caja Neto del Ejercicio	282	200	-326	22	393
Caja Inicial	534	816	1.016	690	712
Caja Final	816	1.016	690	712	1.105
Caja y equivalentes	816	1.016	690	712	1.105
Cuentas por Cobrar Clientes	7.588	8.155	8.831	10.594	11.716
Inventario	698	292	315	383	346
Deuda Financiera <sup>(6)</sup>	5.199	5.295	4.350	5.043	6.165
Deuda Financiera Ajustada <sup>(7)</sup>	5.199	5.295	4.350	5.043	6.850
Activos Totales	24.598	24.340	25.355	26.654	28.632
Pasivos Totales	14.270	12.604	12.272	12.820	13.210
Patrimonio + Interés Minoritario	10.329	11.736	13.083	13.834	15.422

(\*) Indicadores anualizados donde corresponda.

n.d.: No disponible.

(1) Ingresos Ajustados= Ingresos operacionales + parte de otros ingresos.

(2) Ebitda: Resultado Operacional más otros gastos operacionales, depreciación y amortización.

(3) Ebitda Ajustado = Ebitda + participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas que se contabilicen utilizando el método de participación

(4) Flujo de caja de la operación antes de intereses netos.

(5) Cifras estimadas por Feller Rate sobre la base de reportes de flujo de caja neto operacional presentado por la compañía antes de los dividendos pagados y descontados los intereses netos del periodo.

- (6) Deuda Financiera: incluye otros pasivos financieros corrientes y no corrientes.  
(7) Se incorpora cuentas por pagar a empresas relacionada de largo plazo desde 2020.

**PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS INGENIERÍA ESTRELLA S.A. (CASA MATRIZ) Y ESTRELLA HAITÍ S.A.**

	2016	2017	2018	2019	2020
Margen Bruto	20,5%	22,5%	27,1%	21,6%	22,1%
Margen Operacional (%)	14,6%	14,4%	19,3%	9,1%	14,3%
Margen Ebitda <sup>(1)</sup> (%)	17,7%	17,8%	22,5%	11,9%	17,9%
Margen Ebitda Ajustado <sup>(2)</sup> (%)	27,3%	24,8%	28,5%	18,2%	28,1%
Rentabilidad Patrimonial (%)	13,0%	12,6%	14,9%	5,5%	5,3%
Costo/Ventas	79,5%	77,5%	72,9%	78,4%	77,9%
Gav/Ventas	5,9%	8,1%	7,7%	12,5%	7,9%
Días de Cobro	304,8	327,9	337,8	352,8	548,4
Días de Pago	215,7	249,3	219,7	175,2	245,3
Días de Inventario	35,3	15,2	16,5	16,3	20,8
Endeudamiento total	1,4	1,1	0,9	0,9	0,9
Endeudamiento financiero	0,5	0,5	0,3	0,4	0,4
Endeudamiento Financiero Neto	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
Endeudamiento financiero Ajustado	0,5	0,5	0,3	0,4	0,4
Endeudamiento Financiero Neto Ajustado	0,4	0,4	0,3	0,3	0,4
Deuda Financiera / Ebitda <sup>(1) (3)</sup> (vc)	3,3	3,3	2,1	3,9	4,5
Deuda Financiera Ajustada / Ebitda Ajustado <sup>(2) (5)</sup> (vc)	2,1	2,4	1,6	2,6	3,2
Deuda Financiera Neta / Ebitda <sup>(1) (3)</sup> (vc)	2,8	2,7	1,7	3,4	3,7
Deuda Financiera Neta Ajustada / Ebitda Ajustado <sup>(2) (5)</sup> (vc)	1,8	1,9	1,4	2,2	2,7
Ebitda /Gastos Financieros <sup>(1)</sup> (vc)	3,9	2,7	3,8	1,9	1,9
Ebitda Ajustado /Gastos Financieros <sup>(2)</sup> (vc)	6,0	3,8	4,8	3,0	3,0
FCNOA / Deuda Financiera (%) <sup>(3) (4)</sup>	5,7%	8,6%	24,7%	-22,2%	3,3%
FCNOA / Deuda Financiera Neta (%) <sup>(4)</sup>	6,8%	10,7%	29,4%	-25,9%	4,0%
FCNOA / Deuda Financiera Ajustada (%) <sup>(5) (4)</sup>	5,7%	8,6%	24,7%	-22,2%	3,0%
FCNOA / Deuda Financiera Neta Ajustada (%) <sup>(4)</sup>	6,8%	10,7%	29,4%	-25,9%	3,5%
Liquidez Corriente (vc)	1,0	1,0	1,2	1,7	2,0

(\*) Indicadores anualizados donde corresponda

n.d.: No disponible.

- (1) Ebitda: Resultado Operacional más depreciación y amortización.  
(2) Ebitda Ajustado = Ebitda + participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas que se contabilicen utilizando el método de participación.  
(3) Deuda Financiera: incluye otros pasivos financieros corrientes y no corrientes.  
(4) Flujo de caja de la operación antes de intereses netos.  
(5) Se incorpora cuentas por pagar a empresas relacionada de largo plazo desde 2020.

**RESUMEN FINANCIERO INGENIERÍA ESTRELLA S.A. Y SUBSIDIARIAS**

(Millones de Pesos de República Dominicana)

	2016	2017	2018	2019	2020
Ingresos <sup>(1)</sup>	13.553	14.603	15.105	15.186	13.035
Ebitda <sup>(2)</sup>	4.166	4.063	4.378	3.516	4.060
Resultado Operacional	3.182	2.987	3.252	2.382	2.950
Ingresos Financieros	29	353	392	628	596
Gastos Financieros	-872	-1.166	-1.248	-1.518	-1.732
Ganancia (Pérdida) del Ejercicio	1.937	2.047	2.285	1.020	1.253
Flujo Caja Neto de la Operación (FCNO)	764	1.151	2.193	-1.067	50
Flujo Caja Neto de la Operación Ajustado (FCNO Aj.) <sup>(3)</sup>	1.604	1.983	3.329	-166	1.187
FCNO Libre de Intereses Netos y Dividendos Pagados <sup>(4)</sup>	764	1.151	2.193	-1.067	50
Inversiones en Activos fijos Netas	-2.445	-1.174	-1.504	-607	-1.349
Inversiones en Acciones					
Flujo de Caja Libre Operacional	-1.681	-23	689	-1.673	-1.299
Dividendos pagados		-26	-22	-17	
Flujo de Caja Disponible	-1.681	-49	667	-1.690	-1.299
Movimiento en Empresas Relacionadas					
Otros movimientos de inversiones	3	-57	-205	205	-117
Flujo de Caja Antes de Financiamiento	-1.678	-106	462	-1.485	-1.416
Variación de capital patrimonial	483	135	-353	177	
Variación de deudas financieras	1.322	239	-465	1.765	1.862
Otros movimientos de financiamiento	19	-20	-62	4	195
Financiamiento con EERR				-89	
Flujo de Caja Neto del Ejercicio	147	248	-418	371	641
Caja Inicial	994	1.141	1.389	971	1.342
Caja Final	1.141	1.389	971	1.342	1.983
Caja y equivalentes	1.141	1.389	971	1.377	1.983
Cuentas por Cobrar Clientes	9.191	10.285	12.151	14.200	16.029
Inventario	1.684	2.539	3.330	3.542	3.852
Deuda Financiera <sup>(5)</sup>	11.918	12.372	12.199	14.348	16.748
Activos Totales	42.363	44.216	47.457	50.135	54.508
Pasivos Totales	21.999	21.698	23.495	24.965	26.386
Patrimonio + Interés Minoritario	20.364	22.518	23.962	25.171	28.122

(\*) Indicadores anualizados donde corresponda.

n.d.: No disponible.

(1) Ingresos Ajustados= Ingresos operacionales + parte de otros ingresos.

(2) Ebitda: Resultado Operacional más otros gastos operacionales, depreciación y amortización.

(3) Flujo de caja de la operación antes de intereses netos.

(4) Cifras estimadas por Feller Rate sobre la base de reportes de flujo de caja neto operacional presentado por la compañía antes de los dividendos pagados y descontados los intereses netos del periodo.

(5) Deuda Financiera: incluye otros pasivos financieros corrientes y no corrientes.

**PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS INGENIERÍA ESTRELLA S.A. Y SUBSIDIARIAS**

	2016	2017	2018	2019	2020
Margen Bruto	33,9%	31,6%	31,4%	32,3%	32,3%
Margen Operacional (%)	23,5%	20,5%	21,5%	15,7%	22,6%
Margen Ebitda <sup>(1)</sup> (%)	30,7%	27,8%	29,0%	23,2%	31,1%
Rentabilidad Patrimonial (%)	9,5%	9,1%	9,5%	4,1%	4,5%
Costo/Ventas	66,1%	68,4%	68,6%	67,7%	67,7%
Gav/Ventas	10,5%	11,2%	9,9%	16,7%	9,7%
Días de Cobro	244,1	253,5	289,6	336,6	442,7
Días de Pago	212,2	228,6	219,0	228,5	244,5
Días de Inventario	67,7	91,6	115,8	124,1	157,2
Endeudamiento total	1,1	1,0	1,0	1,0	0,9
Endeudamiento financiero	0,6	0,5	0,5	0,6	0,6
Endeudamiento Financiero Neto	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Deuda Financiera / Ebitda <sup>(1)</sup> (3) (vc)	2,9	3,0	2,8	4,1	4,1
Deuda Financiera Neta / Ebitda <sup>(1)</sup> (2) (vc)	2,6	2,7	2,6	3,7	3,6
Ebitda /Gastos Financieros <sup>(1)</sup> (vc)	4,8	3,5	3,5	2,3	2,3
FCNOA / Deuda Financiera (%) <sup>(2)</sup> (3)	13,5%	16,0%	27,3%	-1,2%	7,1%
FCNOA/ Deuda Financiera Neta (%) <sup>(1)</sup>	14,9%	18,1%	29,7%	-1,3%	8,0%
Liquidez Corriente (vc)	1,1	1,1	1,2	1,6	2,2

(\*) Indicadores anualizados donde corresponda

n.d.: No disponible.

(1) Ebitda: Resultado Operacional más depreciación y amortización.

(2) Deuda Financiera: incluye otros pasivos financieros corrientes y no corrientes.

(3) Flujo de caja de la operación antes de intereses netos.

**CARACTERÍSTICAS DE LOS INSTRUMENTOS**

**Emisión de Bonos Corporativos**

**Primera**

Número de Registro	En proceso
Valor total del Programa de Emisión	\$ 5.600.000.000
Valor de cada Emisión	
Fecha de colocación / emisión	En proceso
Covenants	Ebitda sobre gastos financieros mayor o igual a 1,0 vez, Deuda Financiera/Capital Contable menor o igual a las 2,0 veces-
Emisiones inscritas al amparo del Programa	
Conversión	No Considera
Resguardos	Suficientes
Garantía	Quirográfica

**NOMENCLATURA DE CLASIFICACIÓN**

**CLASIFICACIÓN DE SOLVENCIA Y TÍTULOS DE DEUDA DE LARGO PLAZO**

- Categoría AAA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

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

Adicionalmente, para las categorías de riesgo entre AA y B, la Clasificadora 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 clasificar 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 clasificación, y además no existen garantías suficientes.

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

Los títulos con clasificación desde Nivel 1 hasta Nivel 3 se consideran de "grado inversión", al tiempo que los clasificados en Nivel 4 como de "no grado inversión" o "grado especulativo".

## ACCIONES

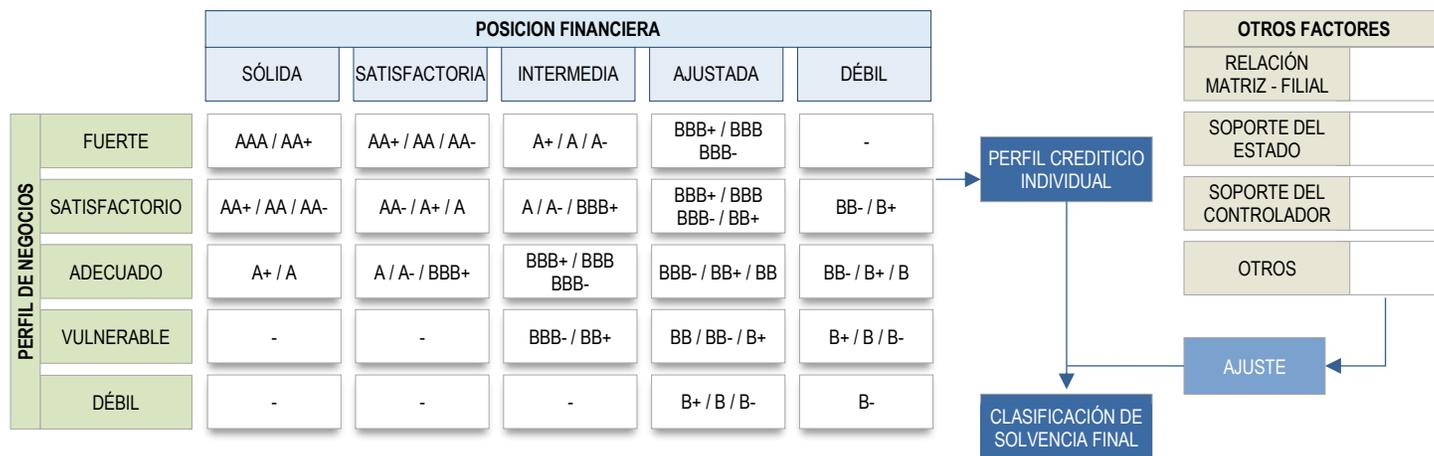
- Primera Clase Nivel 1: Títulos con la mejor combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
  - Primera Clase Nivel 2: Títulos con una muy buena combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
  - Primera Clase Nivel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



**EQUIPO DE ANÁLISIS:**

- Felipe Pantoja - Analista principal
- Nicolás Martorell - Analista secundario
- Claudio Salin - Director Senior

La opinión de las entidades clasificadoras 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 remitida a la Comisión para el Mercado Financiero, a las bolsas de valores 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.