

25 Julio 2023 30 Enero 2024

Solvencia	A	A
Perspectivas	Estables	Estables

* Detalle de calificaciones y nomenclaturas en Anexo.

INDICADORES RELEVANTES (1)

	2021	2022	2023*
Ingresos	8.193	11.147	15.974
Ebitda	1.494	2.566	3.220
Ebitda Ajustado	2.372	3.481	3.979
Deuda Financiera	6.374	5.354	6.705
Deuda Financiera Aj.	6.374	6.397	7.178
Margen Ebitda	18,2%	23,0%	20,2%
Margen Ebitda Ajustado	29,0%	31,2%	24,9%
Endeudamiento Total	0,7	0,6	0,9
Endeudamiento Financiero	0,4	0,4	0,4
Ebitda / Gastos Financieros	1,8	3,9	5,0
Ebitda Aj. /Gastos Financieros	2,8	5,3	6,1
Deuda Financiera Neta / Ebitda	4,0	1,8	1,8
Deuda Fin. neta Aj. / Ebitda Aj.	2,5	1,6	1,6
FCNOA/Deuda Financiera	-7,3%	91,7%	52,0%

(1) Definiciones de los indicadores en anexo.

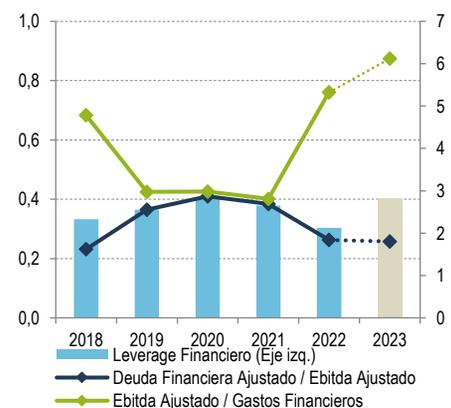
(*) Estados financieros interinos, no auditados a diciembre de 2022.

COVENANTS DEL PROGRAMA DE EMISIÓN

	Límite	2023*
Ebitda/ Gastos Financieros	>1	4,95
Deuda Financiera/ Capital Contable	<2	0,41

(*) Indicadores calculado en base a lo establecido en el programa de emisiones.

EVOLUCIÓN ENDEUDAMIENTO E INDICADORES DE SOLVENCIA



Fuente: Elaboración propia en base a información financiera otorgada por el emisor.

FUNDAMENTOS

La calificación "A" asignada a la solvencia y a la línea de bonos de Ingeniería Estrella S.A. refleja un perfil de negocios "Satisfactorio" y una posición financiera "Satisfactoria".

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).

El *backlog* se situó a diciembre de 2023 en los US\$702,6 millones, registrado una disminución anual de un 20,1% debido al avance de algunos proyectos, como es el caso del monorriel (caída del 51,9% anual) que no logro ser compensado con la incorporación de nuevos proyectos. No obstante, el *backlog* se mantiene en rangos altos.

Al respecto, considerando su peso relativo, al analizar el *backlog* por países, se puede observar una baja del 22,8% a nivel nacional, como también una disminución en el caso de Costa Rica, Panamá y Paraguay (18,3%, 16,7% y 93,5%, respectivamente).

Ingeniería Estrella presentó, bajo cifras interinas, ingresos a fines de 2023 por RD\$15.974 millones, con un alza anual del 43,3%. Ello, según su peso relativo, se debe un relevante aumento en los niveles de actividad a nivel nacional (crecimiento del 67,0% anual), producto principalmente del alza en el segmento de infraestructura (76,2% anual), seguido por los segmentos de edificaciones (110,2%), otros (121,0%) y desarrollo (12,1%), que permitieron compensar la baja registrada en el segmento internacional.

A igual fecha, la generación de Ebitda se situó en los RD\$3.220 millones, evidenciando un aumento del 25,5% en comparación a diciembre de 2022, debido a una mayor actividad en infraestructura, la cual mantiene mayores márgenes en comparación a otros segmentos, permitiendo compensar los resultados deficitarios a nivel internacional.

Al respecto, al considerar la generación de Ebitda ajustado este presentó un crecimiento del 14,3% alcanzando los RD\$3.979 millones. El menor aumento en comparación al Ebitda se debe a que los resultados en entidades que no consolidan (considerando tanto los dividendos como ganancias en subsidiarias) disminuyeron un 17,1%, situándose en los RD\$758 millones (RD\$915 millones a diciembre de 2022).

Ante el menor crecimiento en la generación de Ebitda ajustado en comparación a los ingresos, generó que el margen Ebitda ajustado disminuyera hasta el 24,9% (31,2% a diciembre de 2022), no obstante, se mantiene en rangos adecuados.

La deuda financiera ajustada alcanzó los RD\$7.177 millones evidenciando un aumento del 12,2% en comparación al cierre del año anterior, ante mayores necesidades de compra de maquinaria asociado a los nuevos proyectos.

La compañía durante el periodo evaluado ha mantenido un *leverage* financiero entre las 0,3 veces hasta las 0,5 veces. Ello, se debe a un constante incremento en la base patrimonial de la entidad pasando desde los RD\$10.329 millones en 2016 hasta los RD\$16.550 millones a diciembre de 2023. Durante este último año presentó una disminución anual del 6,3% debido al reparto de dividendos (RD\$1.661 millones) y el retiro de aportes para futuras capitalizaciones (RD\$1.600 millones).

A diciembre de 2023, se mantiene la tendencia en los indicadores de cobertura, ante la mayor generación de Ebitda ajustado que permite compensar los aumentos registrados en los niveles de deuda. Ello, ocasionó que el ratio de deuda financiera neta ajustada sobre Ebitda ajustado se mantenga en las 1,6 veces (1,6 veces a diciembre de 2022) y el Ebitda ajustado sobre gastos financieros aumente hasta las 6,1 veces (5,3 veces en 2022).

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

PERSPECTIVAS: ESTABLES

ESCENARIO BASE: Feller Rate considera que la amplia diversificación de operaciones de la entidad permitirá compensar bajas en algunos de los mercados donde participa, permitiendo mantener indicadores financieros acorde con su calificación.

Además, en términos de *backlog*, se espera una adjudicación de proyectos activa que le permita compensar su respectiva utilización, sumado a una adecuada ejecución de proyectos durante el periodo.

ESCENARIO DE BAJA: Se considera poco probable en el corto plazo. No obstante, se podría gatillarse ante presiones en los resultados de forma estructural o una mayor agresividad en las políticas financieras.

ESCENARIO DE ALZA: Se considera poco probable en el corto plazo ante la reciente alza.

FACTORES SUBYACENTES A LA CALIFICACIÓN

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.

POSICIÓN FINANCIERA: SATISFACTORIA

- 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 calificada como "Suficiente".
- Mayor generación de Ebitda y contención en los niveles de deuda permite mantener holgura en los indicadores de cobertura.

ESTRUCTURA DE PROPIEDAD Y DESCRIPCIÓN DEL GRUPO ECONOMICO QUE PERTENECE

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

El Grupo Estrella, comienza sus operaciones en 1983, controlador de la compañía y de diversos negocios asociados 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.

BREVE DESCRIPCIÓN DEL MODELO DE NEGOCIOS DE LA EMPRESA

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.

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.

FACTORES ESG CONSIDERADOS EN LA CLASIFICACIÓN**— AMBIENTALES**

Parte de la estrategia de la compañía considera el cuidado del medio ambiente con foco en garantizar la sostenibilidad de la empresa.

— SOCIALES

Los principales actores sociales vinculados a la empresa son sus trabajadores. Al respecto, la mayor parte de la regulación laboral vigente se aplica a la industria en consideración al vínculo o relación laboral existente entre la entidad y sus empleados.

Parte de la estrategia de la compañía mantiene énfasis en la mejora continua de las habilidades de su equipo de trabajo, mediante programas orientados a perfeccionar sus competencias. Ello, considerando que Grupo Estrella mantiene como foco el bienestar de sus colaboradores, por lo cual mantiene una estrategia que contempla el fomentar el potencial desde la formación mediante capacitaciones. Esto, derivó en la adquisición de la plataforma Formación Smart, que permite la importación de más de 6.000 horas/hombre de capacitación concentrada en el desarrollo de competencias actitudinales.

— GOBIERNOS CORPORATIVOS

En términos de gobiernos corporativos, su modelo se basa en valores institucionales establecidos en el Código de Ética del Grupo Estrella, mediante la transparencia y efectividad en la gestión del negocio.

El sistema de gobierno combina una Asamblea de Accionistas, un Consejo de Administración con sus comités de apoyo y un Equipo Directivo para llevar a cabo los lineamientos del grupo. En el caso de la Asamblea de Accionista se sostiene una reunión anual de forma ordinaria para conocer el informe anual de las actividades realizadas, no obstante, se pueden llevar a cabo encuentro extraordinarios en la medida que sea necesario.

El consejo de administración de Ingeniería Estrella está conformado por nueve miembros (Manuel Estrella, Manuel Genao, Manuel Estrella Tavárez, Luis Canela, Rainer Aristy, Frank Moya, Álvaro Poncioni, Giuseppe Maniscalco y Pedro Estrella).

Actualmente la entidad cuenta con comités de apoyo como el Comité de Auditoría Riesgo y Cumplimiento, y el Comité Ejecutivo y de Recursos Humanos.

	Abril 2022	Abril 2022	Julio 2022	26 Enero 2023	25 julio 2023	30 enero 2024
Solvencia	A-	A-	A-	A-	A	A
Perspectivas	Estables	Estables	Positivas	Positivas	Estables	Estables
Bonos Corp. SIVEM-148	A-	A-	A-	A-	A	A

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	2021	2022	2023*
Ingresos ⁽¹⁾	8.961	8.955	9.410	10.811	7.692	8.193	11.147	15.974
Ebitda ⁽²⁾	1.585	1.595	2.120	1.289	1.373	1.494	2.566	3.220
Ebitda Ajustado ⁽³⁾	2.449	2.222	2.686	1.973	2.160	2.372	3.481	3.979
Resultado Operacional	1.306	1.291	1.819	984	1.097	1.207	2.306	2.573
Ingresos Financieros	28	35	28	57	47	218	103	87
Gastos Financieros	-409	-581	-561	-663	-725	-844	-654	-650
Ganancia (Pérdida) del Ejercicio	1.346	1.476	1.945	767	822	1.394	2.238	2.205
Flujo Caja Neto de la Operación (FCNO)	-90	-98	540	-1.705	-480	-1.095	4.358	2.922
Flujo Caja Neto de la Operación Ajustado (FCNO Aj.) ⁽⁴⁾	297	456	1.075	-1.121	198	-468	4.910	3.485
FCNO Libre de Intereses Netos y Dividendos Pagados ⁽⁵⁾	-90	-98	540	-1.705	-480	-1.095	4.358	2.922
Inversiones en Activos fijos Netas	-614	-105	138	627	100	-400	-362	-314
Inversiones en Acciones								
Flujo de Caja Libre Operacional	-704	-203	678	-1.078	-380	-1.495	3.996	2.608
Dividendos pagados							-1.140	-1.661
Flujo de Caja Disponible	-704	-203	678	-1.078	-380	-1.495	2.857	947
Movimiento en Empresas Relacionadas								
Otros movimientos de inversiones		420	113	884	100	421	-267	-3
Flujo de Caja Antes de Financiamiento	-704	217	791	-194	-280	-1.074	2.590	945
Variación de capital patrimonial	-35	-27	-109	-48			-256	-1.600
Variación de deudas financieras	1.061	4	-1.033	530	573	271	-1.594	700
Otros movimientos de financiamiento	-40	6	26	-265	100	138	-390	-26
Financiamiento con EERR								
Flujo de Caja Neto del Ejercicio	282	200	-326	22	393	-666	350	18
Caja Inicial	534	816	1.016	690	712	1.105	440	790
Caja Final	816	1.016	690	712	1.105	440	790	808
Caja y equivalentes	816	1.016	690	712	1.105	440	790	808
Cuentas por Cobrar Clientes	7.588	8.155	8.831	10.594	11.716	8.900	7.260	8.588
Inventario	698	292	315	383	346	330	552	598
Deuda Financiera ⁽⁶⁾	5.199	5.295	4.350	5.043	6.197	6.374	5.354	6.705
Deuda Financiera Ajustada ⁽⁷⁾	5.199	5.295	4.350	5.043	6.882	6.374	6.397	7.178
Activos Totales	24.598	24.340	25.355	26.654	28.604	28.796	27.837	31.314
Pasivos Totales	14.270	12.604	12.272	12.820	13.182	11.984	10.181	14.763
Patrimonio + Interés Minoritario	10.329	11.736	13.083	13.834	15.422	16.812	17.656	16.550

* Estados financieros interinos a diciembre de 2023. Estados financieros auditados 2014,2015,2016,2017, 2018, 2019, 2020, 2021 y 2022.

(**) 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	2021	2022	2023*
Margen Bruto	20,5%	22,5%	27,1%	21,6%	22,1%	22,4%	28,6%	23,3%
Margen Operacional (%)	14,6%	14,4%	19,3%	9,1%	14,3%	14,7%	20,7%	16,1%
Margen Ebitda ⁽¹⁾ (%)	17,7%	17,8%	22,5%	11,9%	17,9%	18,2%	23,0%	20,2%
Margen Ebitda Ajustado ⁽²⁾ (%)	27,3%	24,8%	28,5%	18,2%	28,1%	29,0%	31,2%	24,9%
Rentabilidad Patrimonial (%)	13,0%	12,6%	14,9%	5,5%	5,3%	8,3%	12,7%	13,3%
Costo/Ventas	79,5%	77,5%	72,9%	78,4%	77,9%	77,6%	71,4%	76,7%
Gav/Ventas	5,9%	8,1%	7,7%	12,5%	7,9%	7,7%	8,0%	7,2%
Días de Cobro	304,8	327,9	337,8	352,8	548,4	391,1	234,5	193,5
Días de Pago	215,7	249,3	219,7	175,2	245,3	237,9	66,2	92,2
Días de Inventario	35,3	15,2	16,5	16,3	20,8	18,7	25,0	17,6
Endeudamiento total	1,4	1,1	0,9	0,9	0,9	0,7	0,6	0,9
Endeudamiento financiero	0,5	0,5	0,3	0,4	0,4	0,4	0,3	0,4
Endeudamiento Financiero Neto	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3	0,4
Endeudamiento financiero Ajustado	0,5	0,5	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Endeudamiento Financiero Neto Ajustado	0,4	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	0,3	0,4
Deuda Financiera / Ebitda ^{(1) (3)} (vc)	3,3	3,3	2,1	3,9	4,5	4,3	2,1	2,1
Deuda Financiera Ajustada / Ebitda Ajustado ^{(2) (5)} (vc)	2,1	2,4	1,6	2,6	3,2	2,7	1,8	1,8
Deuda Financiera Neta / Ebitda ^{(1) (3)} (vc)	2,8	2,7	1,7	3,4	3,7	4,0	1,8	1,8
Deuda Financiera Neta Ajustada / Ebitda Ajustado ^{(2) (5)} (vc)	1,8	1,9	1,4	2,2	2,7	2,5	1,6	1,6
Ebitda /Gastos Financieros ⁽¹⁾ (vc)	3,9	2,7	3,8	1,9	1,9	1,8	3,9	5,0
Ebitda Ajustado /Gastos Financieros ⁽²⁾ (vc)	6,0	3,8	4,8	3,0	3,0	2,8	5,3	6,1
FCNOA/ Deuda Financiera (%) ^{(3) (4)}	5,7%	8,6%	24,7%	-22,2%	3,2%	-7,3%	91,7%	52,0%
FCNOA/ Deuda Financiera Neta (%) ⁽⁴⁾	6,8%	10,7%	29,4%	-25,9%	3,9%	-7,9%	107,6%	59,1%
FCNOA/ Deuda Financiera Ajustada (%) ^{(5) (4)}	5,7%	8,6%	24,7%	-22,2%	2,9%	-7,3%	76,7%	48,6%
FCNOA/ Deuda Financiera Neta Ajustada (%) ⁽⁴⁾	6,8%	10,7%	29,4%	-25,9%	3,4%	-7,9%	87,6%	54,7%
Liquidez Corriente (vc)	1,0	1,0	1,2	1,7	1,9	1,8	2,3	1,5

* Estados financieros interinos a diciembre de 2023. Estados financieros auditados 2014,2015,2016,2017, 2018, 2019, 2020, 2021 y 2022.

(**) 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	2021	2022	2023*
Ingresos ⁽¹⁾	13.553	14.603	15.105	15.186	13.035	15.278	21.160	27.186
Ebitda ⁽²⁾	4.166	4.063	4.378	3.516	4.075	5.068	6.227	8.284
Resultado Operacional	3.182	2.987	3.252	2.382	2.950	3.909	4.883	5.835
Ingresos Financieros	29	353	392	628	596	316	855	531
Gastos Financieros	-872	-1.166	-1.248	-1.518	-1.732	-2.052	-1.691	-1.893
Ganancia (Pérdida) del Ejercicio	1.937	2.047	2.285	1.020	1.253	2.020	3.669	3.252
Flujo Caja Neto de la Operación (FCNO)	764	1.151	2.193	-1.067	52	1.589	6.020	5.067
Flujo Caja Neto de la Operación Ajustado (FCNO Aj.) ⁽³⁾	1.604	1.983	3.329	-166	1.188	3.326	6.836	6.429
FCNO Libre de Intereses Netos y Dividendos Pagados ⁽⁴⁾	764	1.151	2.193	-1.067	52	1.589	6.020	5.067
Inversiones en Activos fijos Netas	-2.445	-1.174	-1.504	-607	-1.347	-1.285	-3.624	-4.910
Inversiones en Acciones						14	-80	-1.270
Flujo de Caja Libre Operacional	-1.681	-23	689	-1.673	-1.295	318	2.317	-1.112
Dividendos pagados		-26	-22	-17			-1.437	-1.661
Flujo de Caja Disponible	-1.681	-49	667	-1.690	-1.295	318	879	-2.774
Movimiento en Empresas Relacionadas								
Otros movimientos de inversiones	3	-57	-205	205	-117	-2		-23
Flujo de Caja Antes de Financiamiento	-1.678	-106	462	-1.485	-1.412	317	879	-2.797
Variación de capital patrimonial	483	135	-353	177			-256	-1.600
Variación de deudas financieras	1.322	239	-465	1.765	1.789	-673	-32	4.196
Otros movimientos de financiamiento	19	-20	-62	4	264	-211	120	54
Financiamiento con EERR				-89				
Flujo de Caja Neto del Ejercicio	147	248	-418	371	641	-568	711	-148
Caja Inicial	994	1.141	1.389	971	1.342	1.983	1.415	2.125
Caja Final	1.141	1.389	971	1.342	1.983	1.415	2.125	1.978
Caja y equivalentes	1.141	1.389	971	1.377	1.983	1.415	2.125	1.978
Cuentas por Cobrar Clientes	9.191	10.285	12.151	14.200	16.029	13.104	11.827	11.564
Inventario	1.684	2.539	3.330	3.542	3.852	5.005	5.979	5.425
Deuda Financiera ⁽⁵⁾	11.918	12.372	12.199	14.348	16.788	16.386	17.410	23.048
Activos Totales	42.363	44.216	47.457	50.135	54.508	55.330	58.286	64.919
Pasivos Totales	21.999	21.698	23.495	24.965	26.386	25.188	26.121	32.733
Patrimonio + Interés Minoritario	20.364	22.518	23.962	25.171	28.122	30.142	32.165	32.186

* Estados financieros interinos a diciembre de 2023. Estados financieros auditados 2014, 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020, 2021 y 2022.

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	2021	2022	2023*
Margen Bruto	33,9%	31,6%	31,4%	32,3%	32,3%	34,7%	33,8%	30,9%
Margen Operacional (%)	23,5%	20,5%	21,5%	15,7%	22,6%	25,6%	23,1%	21,5%
Margen Ebitda ⁽¹⁾ (%)	30,7%	27,8%	29,0%	23,2%	31,3%	33,2%	29,4%	30,5%
Rentabilidad Patrimonial (%)	9,5%	9,1%	9,5%	4,1%	4,5%	6,7%	11,4%	10,1%
Costo/Ventas	66,1%	68,4%	68,6%	67,7%	67,7%	65,3%	66,2%	69,1%
Gav/Ventas	10,5%	11,2%	9,9%	16,7%	9,7%	9,1%	10,7%	9,4%
Días de Cobro	244,1	253,5	289,6	336,6	442,7	308,8	201,2	153,1
Días de Pago	212,2	228,6	219,0	228,5	244,5	187,6	99,0	66,6
Días de Inventario	67,7	91,6	115,8	124,1	157,2	180,6	153,5	103,9
Endeudamiento total	1,1	1,0	1,0	1,0	0,9	0,8	0,8	1,0
Endeudamiento financiero	0,6	0,5	0,5	0,6	0,6	0,5	0,5	0,7
Endeudamiento Financiero Neto	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,7
Deuda Financiera / Ebitda ⁽¹⁾ (3) (vc)	2,9	3,0	2,8	4,1	4,1	3,2	2,8	2,8
Deuda Financiera Neta / Ebitda ⁽¹⁾ (2) (vc)	2,6	2,7	2,6	3,7	3,6	3,0	2,5	2,5
Ebitda /Gastos Financieros ⁽¹⁾ (vc)	4,8	3,5	3,5	2,3	2,4	2,5	3,7	4,4
FCNOA/ Deuda Financiera (%) ⁽²⁾ (3)	13,5%	16,0%	27,3%	-1,2%	7,1%	20,3%	39,3%	27,9%
FCNOA/ Deuda Financiera Neta (%) ⁽¹⁾	14,9%	18,1%	29,7%	-1,3%	8,0%	22,2%	44,7%	30,5%
Liquidez Corriente (vc)	1,1	1,1	1,2	1,6	2,1	2,1	2,0	1,9

* Estados financieros interinos a diciembre de 2023. Estados financieros auditados 2014,2015,2016,2017, 2018, 2019, 2020, 2021 y 2022.

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	SIVEM-148
Valor total del Programa de Emisión	\$ 5.600.000.000
Valor de cada Emisión	A definir en cada emisión
Fecha de colocación / emisión	02/08/2021
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	1 y 2
Conversión	No Considera
Resguardos	Suficientes
Garantía	Quirográfica

EMISIONES DE BONOS VIGENTES	1	2
Al amparo del Programa	SIVEM-148	SIVEM-148
Monto de la emisión	\$ 1.500.000.000	\$ 2.087.611.600
Amortizaciones	Al vencimiento	Al vencimiento
Fecha de vencimiento	30/09/2031	13/10/2031
Pago de Intereses	Trimestral	Trimestral
Tasa de Interés	8,0%	8,0%
Conversión	No Considera	No Considera
Resguardos	Suficientes	Suficientes
Garantías	Quirográfica	Quirográfica

NOMENCLATURA DE CALIFICACIÓN

CALIFICACIÓN DE SOLVENCIA Y TÍTULOS DE DEUDA DE LARGO PLAZO

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

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

CALIFICACIÓN TÍTULOS DE DEUDA DE MEDIANO Y 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 capital e 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 para la calificación, y además no existen garantías suficientes.

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

TÍTULOS DE DEUDA DE CORTO PLAZO

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

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

Para la deuda de largo plazo, son “grado inversión” todos los títulos que tengan una calificación igual o superior a “BBB-“. En el caso de deuda de corto plazo, son “grado inversión” los que posean calificación igual o superior a “Categoría 3”.

PERSPECTIVAS

Feller Rate asigna «Perspectivas de la Calificación» como opinión sobre el comportamiento de la calificación de la solvencia de la entidad en el mediano y largo plazo. La calificadora considera los posibles cambios en la economía, las bases del negocio, la estructura organizativa y de propiedad de la empresa, la industria y en otros factores relevantes. Con todo, las perspectivas no implican necesariamente un futuro cambio en las calificaciones asignadas a la empresa.

- Positivas: la calificación puede subir.
- Estables: la calificación probablemente no cambie.
- A la baja: la calificación puede bajar.
- En desarrollo: la calificación puede subir, bajar o ser confirmada.

CREDITWATCH

Un Creditwatch o Revisión Especial señala la dirección potencial de una calificación, centrándose en eventos y tendencias de corto plazo que motivan que ésta quede sujeta a una observación especial por parte de Feller Rate. Estos son los casos de fusiones, adquisiciones, recapitalizaciones, acciones regulatorias, cambios de controlador o desarrollos operacionales anticipados, entre otros. Con todo, el que una calificación se encuentre en Creditwatch no significa que su modificación sea inevitable.

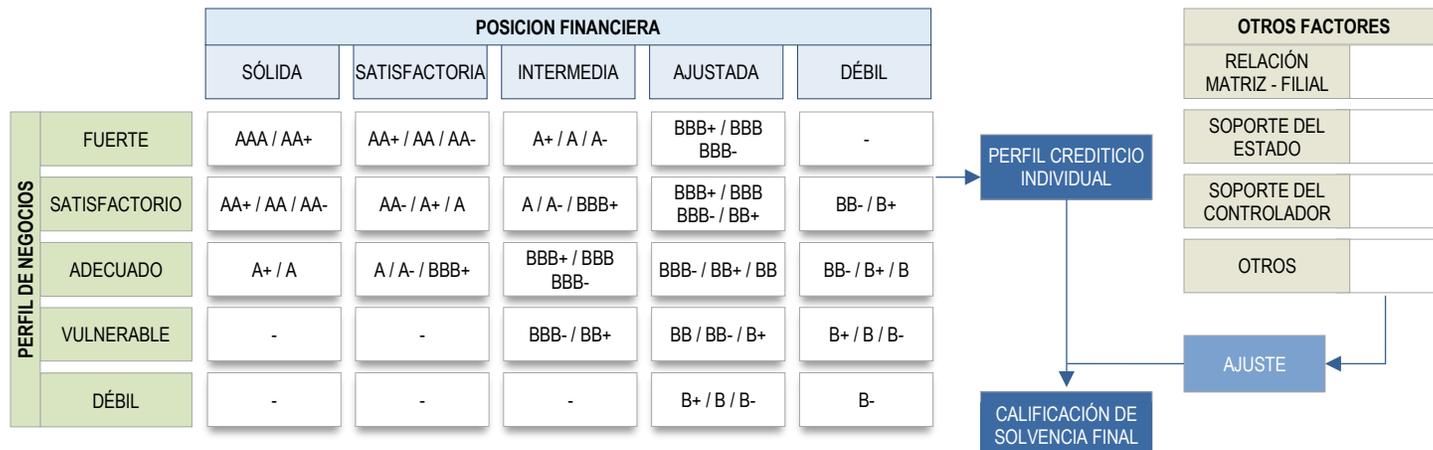
- CW Positivo: la clasificación puede subir.
- CW Negativo: la clasificación puede bajar.
- CW En desarrollo: la clasificación puede subir, bajar o ser confirmada.

DESCRIPTORES DE LIQUIDEZ

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

MATRIZ DE RIESGO CREDITICIO INDIVIDUAL Y CALIFICACIÓN FINAL

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



La opinión de las Sociedades Calificadoras de Riesgo no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en Información pública disponible y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la Sociedad Calificadora de Riesgo la verificación de la autenticidad de la misma. Las calificaciones otorgadas por Feller Rate son de su responsabilidad en cuanto a la metodología y criterios aplicados, y expresan su opinión independiente sobre la capacidad de las sociedades para administrar riesgos. La información presentada en estos análisis proviene de fuentes consideradas altamente confiables; sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, Feller Rate Sociedad Calificadora de Riesgo no garantiza la exactitud o integridad de la información y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el empleo de esa información.