

	Julio 2020	Sep. 2020
Solvencia	A	A
Perspectivas	Estables	Estables

* Detalle de calificaciones en Anexo.

Indicadores Relevantes			
	2018	2019	Jun. 20*
Margen operacional	16,1%	15,2%	13,4%
Margen Ebitda	32,1%	32,8%	33,7%
Endeudamiento total	0,3	0,4	0,5
Endeudamiento financiero	0,2	0,3	0,3
Ebitda / Gastos Financieros	4,0	2,9	2,7
Deuda financiera / Ebitda	2,4	3,4	3,6
Deuda financiera neta / Ebitda	2,4	3,4	3,5
FCNOA / Deuda Financiera	51%	7%	10%

*Estados Financieros Interinos, no auditados y números anualizados donde corresponda.

Perfil de Negocios: Adecuado					
Principales Aspectos Evaluados	Débil	Vulnerable	Adecuado	Satisfactoria	Fuerte
Posición de mercado					
Industria cíclica y competitiva					
Exposición a país con mayor riesgo relativo					
Integración al recurso minero, con Alto nivel de reservas					
Ubicación estratégica de su planta de producción genera eficiencias logísticas.					
Diversificación de negocios					

Posición Financiera: Satisfactoria					
Principales Aspectos Evaluados	Débil	Ajustada	Intermedia	Satisfactoria	Sólida
Rentabilidad					
Generación de flujos					
Endeudamiento					
Indicadores de cobertura					
Liquidez					

Fundamentos

La calificación "A" asignada a la solvencia y bonos de Consorcio Minero Dominicano S.A. (CMD) responde a un perfil de negocio calificado como "Adecuado" y una posición financiera "Satisfactoria".

El avance de la pandemia Covid-19 (Coronavirus) a nivel global, ha gatillado que los países tomen fuertes medidas orientadas a frenar el contagio.

El Gobierno de Republica Dominicana decreto estado de emergencia en todo el territorio nacional y toque de queda parcial. Así también, se instruyó a los empleadores a flexibilizar la jornada de trabajo e implementar el trabajo a distancia.

CMD acató las medidas del Gobierno, con las operaciones detenidas. A su vez, sus trabajadores fueron acogidos al Fondo de Asistencia Solidaria al Empleado (FASE) y parte de las remuneraciones cubiertas por la entidad.

Actualmente las operaciones de la entidad se encuentran en su totalidad reestablecidas.

A junio de 2020, los ingresos de CMD presentaron una caída del 15% con respecto a igual periodo de 2019, situándose en los RD\$ 1.838 millones. Esta baja se encuentra asociada a los efectos producto de las medidas realizadas para contener la pandemia.

La generación de Ebitda de la compañía, al cierre del primer trimestre de 2020, alcanzó los RD\$ 619 millones, evidenciando un crecimiento del 11,7% en comparación a junio de 2019. Lo anterior se debe a una mayor caída en los costos operacionales en comparación a los ingresos, que permitió mermar la menor tasa de decrecimiento de los gastos de administración.

Así, a junio de 2020, el margen Ebitda se situó en el 33,7%, superior a lo registrado a junio de 2019 (25,6%).

Como medida para contener los efectos de la pandemia la entidad ha realizado estrategias para proteger la liquidez de la compañía.

Ello, ha gatillado en mayores niveles de deuda financiera, cuyos fondos son para el financiamiento de capital de trabajo o se encuentran en la actualidad en la caja. Así, a junio de 2020, los pasivos financieros alcanzaron RD\$ 5.207 millones incrementándose un 10,4% que a fines de 2019.

Los indicadores de cobertura actualmente se mantienen acorde a los rangos esperados. No obstante, dependiendo de cómo avance la pandemia estos podrían verse afectados de forma transitoria. A junio de 2020, el ratio de deuda financiera neta sobre Ebitda se incrementó hasta las 3,5 veces (3,4 veces en 2019) y la cobertura de Ebitda sobre gastos financieros disminuyó hasta las 2,7 veces (2,9 veces en 2019).

Feller Rate continuará monitoreando el avance de la pandemia y sus consecuencias tanto en la economía nacional como en la compañía. Ello, considerando un efecto transitorio en la posición financiera de la entidad.

Perspectivas: Estables

ESCENARIO BASE: Considera un debilitamiento transitorio en los indicadores de la compañía, que se verá mermado en parte, por una estrategia enfocada la mantención de márgenes, con una conservadora política financiera y adecuados niveles de liquidez.

ESCENARIO DE BAJA Se podría generar ante un mayor deterioro del escenario económico y/o que el efecto en la industria y en la compañía sea por un periodo más prolongado que el estimado.

ESCENARIO DE ALZA: Se considera poco probable en el mediano plazo.

PERFIL DE NEGOCIOS: ADECUADO

Factores Clave

- Integración hacia el recurso minero, con alto nivel de reservas, garantiza adecuado suministro de materias primas.
- Destacada posición competitiva.
- Ubicación estratégica de su planta de producción genera eficiencias logísticas.
- Fuerte integración con su grupo controlador.
- Participación en una industria con alta competencia y fuerte sensibilidad al nivel de actividad económica.
- Exposición a economías de alto riesgo soberano por medio de las exportaciones. No obstante, se vería mitigado, en parte, con negocios relacionados al grupo controlador.

POSICIÓN FINANCIERA: SATISFACTORIA

Factores Clave

- Conservadoras políticas financieras con bajo endeudamiento.
- Maduración de las inversiones, líneas productivas, y de los negocios han permitido mantener márgenes acordes con la industria.
- Liquidez calificada como "Suficiente".
- Debilitamiento transitorio en sus indicadores de cobertura a raíz del Covid-19.

Analista: Felipe Pantoja.
Felipe.pantoja@feller-rate.cl
(56) 22757-0470
Claudio Salin
Claudio.salin@feller-rate.cl
(56) 22757-0463

Solvencia	A
Perspectivas	Estables

PERFIL DE NEGOCIOS *Adecuado*

➤ Consorcio Minero Dominicano S.A. (CMD) inicia sus operaciones en 2013, entidad constituida mediante la fusión entre las entidades Concretera Dominicana S.R.L. y Consorcio de Inversiones Panamericano S.R.L.

➤ CMD, mediante su principal planta productiva ubicada en San Pedro de Macorís, realiza actividades enfocada en la industrialización y comercialización de cemento y concreto,

Fuerte integración con su Grupo controlador

➤ El Grupo Estrella, controlador de CMD, 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.

➤ El Grupo mediante una estrategia enfocada en generar mayores eficiencias a través de la integración de procesos y negocios conjuntos, gatilló en la creación de Cemento Panam, dando inicio en 2003 a CMD, dedicándose a la fabricación del concreto, uno de los elementos utilizados en las operaciones de Ingeniería Estrella.

➤ Posteriormente, en 2013, coherente con la estrategia anteriormente mencionada comenzó la producción de cemento, debido a que el aumento en el precio de cemento generó una fuerte caída en los márgenes operativos del concreto, asociado al costo productivo de éste.

➤ A fines de 2015, la entidad incorpora la línea de productos Clinker con una capacidad de producción de 750.000 toneladas anuales, diversificando la producción de cemento y eliminando la dependencia de proveedores externos para el Grupo Estrella.

➤ Lo anterior, permite a CMD generar integración de procesos productivos y negocios con el Grupo.

Estrategia enfocada en la integración de marca y mayores eficiencias operacionales

➤ Durante 2019, la compañía se dedicó a una estrategia de consolidación, la cual contempló la unificación del portafolio comercial mediante la marca PANAM, integrando la oferta los segmentos de Cemento, Concreto y Agregados.

➤ Lo anterior, se realizó en conjunto con una estrategia enfocada en la mejora continua, como también en la optimización de algunos procesos en la planta de cemento, sumado a la renovación de equipos y la expansión de producción de agregados.

Adecuados niveles de cobertura de mora a pesar del incremento en las cuentas por cobrar

➤ En los últimos años, el nivel de actividad de la compañía se ha ido incrementando, en línea con sus ingresos, a su vez las cuentas por cobrar a clientes han presentado la misma tendencia creciente.

➤ Ello, gatilló que la participación de la cartera bruta de cuentas por cobrar en comparación a los ingresos de cada periodo se incrementara desde un 30,9% en 2016 hasta un 58,6% a fines de 2019.

No obstante, las cuentas por cobrar con mora mayor a 60 día han presentado una fuerte caída desde el 43,8% en 2016 hasta el 9,2% en 2019. Esto, sumado a un incremento en los montos provisionados por deterioro de cartera han generado un aumento en la cobertura de la mora mayor a 60 días hasta la 1,1 vez.

A junio de 2020, la mora mayor a 60 días se incrementó hasta el 11%, mientras que la cobertura para la mora mayor a 60 días presentó una leve disminución hasta la 1,0 vez.

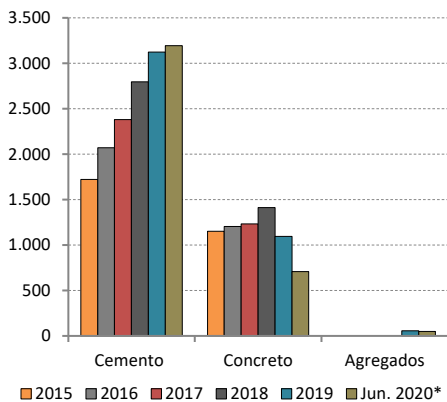
➤ Por su parte, en igual periodo analizado, las cuentas por cobrar con empresas relacionadas han disminuido su participación sobre los ingresos (6,2% en 2019). Estos montos, en los últimos años, corresponden mayoritariamente a avances de efectivos realizado a dichas entidades, devengando intereses mensuales.

Propiedad

El controlador de Consorcio Minero Dominicano S.A. es el Grupo Estrella mediante su segmento de Industria.

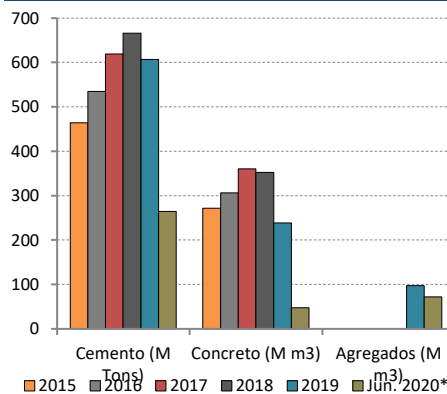
Composición de las ventas por segmento

Cifras en millones de pesos dominicanos



*Cifras anualizadas.

Evolución de los volúmenes comercializados por segmento



*Cifras anualizadas.

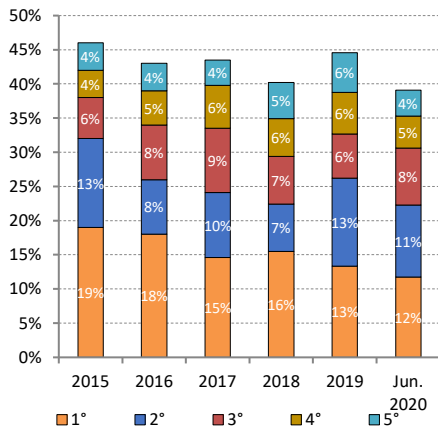
Principales indicadores de las cuentas por cobrar

Cifras trimestrales anualizadas cuando corresponda

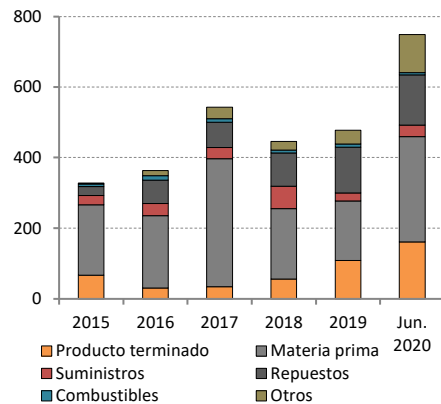
	2017	2018	2019	Jun. 20
Mora mayor a 60 días (%)	23,9%	13,0%	9,2%	11,0%
Cobertura mora mayor a 60 días	0,3	1,1	1,1	1,0
Cartera bruta / Ingresos (%)	34,6%	39,0%	58,6%	61,5%
Cartera mora mayor a 60 días / Ingresos (%)	8,3%	5,1%	5,4%	6,8%
Cartera con EERR / Ingresos (%)	16,3%	6,6%	6,2%	16,4%

Solvencia	A
Perspectivas	Estables

Evolución de la participación en los ingresos de los principales cinco clientes



Composición del inventario



A fines del primer semestre de 2020, la participación de las cuentas por cobrar en comparación a los ingresos se incrementó hasta el 16,5%.

Principales clientes concentran gran parte de las ventas, pero con una mayor diversificación en comparación a rangos históricos

- Durante el periodo analizado, los principales cinco clientes de la compañía superan el 40% de las ventas de cada año. Al respecto se ha observado una mayor diversificación, considerando una mayor equidad entre las participaciones de cada cliente.
- A diciembre de 2019, los principales cinco locatarios incrementaron su participación hasta el 45% (40% en 2018), pero se mantiene por debajo de lo registrado en 2013. No obstante, a junio de 2020 se observó una disminución en la participación de los principales clientes, generando que su participación en conjunto disminuyera hasta el 39%.
- Al cierre del primer semestre de 2020, el principal cliente es Ferretería Ochoa con un 12%, seguido por GSM Investissements Dominicana (11%) y Disprand International (8%).
- Al respecto, se puede señalar que durante el periodo evaluado dentro de los principales clientes se ha visto una tendencia hacia una mayor diversificación. Además, en el caso de Ferretería Ochoa, empresa que forma parte de las inversiones del Grupo Estrella, pasó desde un 32% en 2013 hasta los niveles actuales.

Asimismo, se registró una disminución en la participación de Ingeniería Estrella, brazo de construcción del Grupo, pasando de la 2ª posición hasta la 15ª posición en igual periodo de tiempo, disminuyendo su participación hasta el 2%.

Niveles de operación crecientes se han visto presionados debido al avance de la pandemia

- Los niveles de inventarios de la compañía presentaron una fuerte alza en 2017, producto de un aumento en la materia prima, posteriormente disminuyó hasta los RD\$ 446 millones en 2018. A fines de 2019, el stock de inventarios se incrementó un 7,1% anual, debido principalmente a un alza en los ítems de repuestos y productos terminados.

A junio de 2020, los inventarios continuaron creciendo en comparación a fines de 2019, principalmente en los ítems de materia prima y productos terminados. Ello, coherente con el escenario en la industria a raíz de la pandemia.

- En los últimos años, se ha observado un incremento constante en los volúmenes de producción de cemento pasando desde las 142 mil toneladas obtenidas en 2013 hasta alcanzar las 676 mil toneladas al cierre de 2019, coherente con su aumento de capacidad y el nivel de actividad de la industria.

Asimismo, a contar de 2016 CMD comenzó a realizar la producción de agregados, los cuales al igual que el cemento son materia prima para la producción de hormigón, integrando sus negocios con foco en mayores eficiencias. A diciembre de 2019, los volúmenes de producción alcanzaron los 298 mil metros cúbicos, superior a lo registrado en años anteriores.

En el caso de la producción de concreto se ha observado un comportamiento dispar alcanzando su mayor producción en 2017 (360 mil metros cúbicos), disminuyendo constantemente hasta alcanzar los 238 mil metros cúbicos al cierre de 2019.

- Sin embargo, durante el primer semestre de 2020 debido a la paralización de las operaciones como medida preventiva ante el avance de la pandemia, generó una fuerte disminución en los niveles de producción con caídas por sobre el 25% en comparación a igual periodo de 2019.

Actualmente, la compañía se encuentra operando con todas las medidas de sanitarias respectivas, permitiéndole incrementar sus niveles de producción. A su vez, se debe señalar que parte de la demanda ha sido suplida mediante el inventario de la entidad.

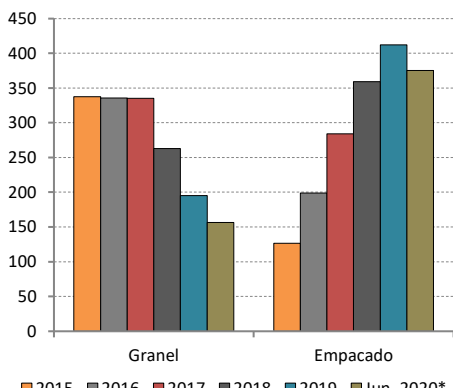
Plan de inversiones enfocado en mayores eficiencias operacionales

- Durante el periodo analizado, parte del plan estratégico de la entidad se encontraba orientado hacia un mayor crecimiento de sus actividades, mediante una mayor diversificación de mercados y productos.

Solvencia	A
Perspectivas	Estables

Evolución de los volúmenes comercializados de cemento por producto

Miles Tons.

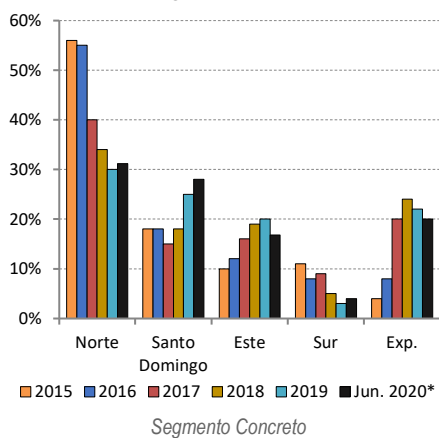


*Cifras anualizadas.

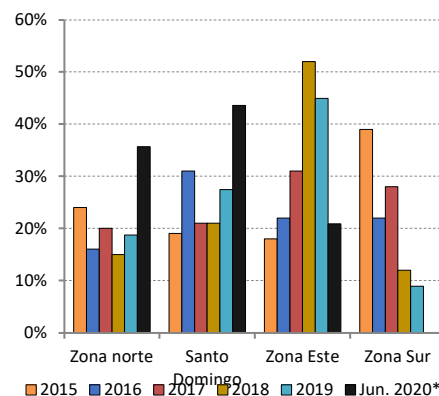
Evolución de los ingresos por destino

Cifras en porcentajes (%)

Segmento Cemento



Segmento Concreto



➤ Actualmente, el plan de inversiones de CMD se encuentra enfocado en iniciativas de mayores eficiencias operacionales, cuya inversión se ha visto disminuido debido a la contingencia sanitaria, que ha implicado un ajuste en los costos.

➤ Lo anterior, implica una inversión menor a los US\$ 3 millones en el corto plazo, considerando la continuación de proyectos de eficiencias que se encontraba realizando la entidad, de los cuales se destacan los proyectos de gases calientes para los molinos, la sustitución del carbón y un proyecto de mejora de fluidez del Clinker.

Los proyectos antes mencionados, permitirán a la compañía generar una disminución de costos, sumado a mayores eficiencias operacionales, entre otros factores.

➤ Feller Rate espera que, ante eventuales cambios en los niveles de inversión de la entidad, estos sean cubierto con una conservadora política de financiamiento, permitiendo mantener el perfil financiero de la compañía acorde a los rangos de la actual calificación de riesgo.

Destacada posición competitiva en República Dominicana

➤ CMD produce cemento y hormigón que comercializa en República Dominicana y países de su zona de influencia, como Haití. Actualmente su participación en la industria local de cemento varía entre el 12% al 14%, dependiendo si se considera entre la producción y la capacidad instalada teórica.

➤ A contar de 2014, por sobre el 60% de los ingresos a nivel consolidados de Consorcio Minero Dominicano corresponden al segmento de cemento, alcanzando el 73,1% a fines de 2019. El porcentaje restante, se concentra mayoritariamente en concreto, que es utilizado principalmente por clientes finales para la construcción.

➤ En los últimos años, la entidad ha realizado una estrategia enfocada en el caso de los volúmenes comercializados de cemento en incrementar la incidencia de las ventas en funda (22% a fines de 2013) permitiéndole incrementar sus márgenes.

Así, a diciembre de 2019 las ventas bajo el formato empacado se incrementaron hasta el 68%, el porcentaje restante corresponde al formato granel.

Mayor concentración de las ventas en términos de zona geográfica evidenciadas bajo el segmento de concreto en comparación a cemento

➤ La diversificación de los ingresos por zonas geográficas dependerá del nivel de actividad en cada zona y el tamaño de los proyectos en ejecución.

➤ El segmento de concreto presentó en términos de zonas geográficas a contar de 2017 una mayor incidencia de proyectos provenientes de la zona este alcanzando el 45% en 2019. Esto, también se vio reflejado en Santo Domingo cuya participación tras disminuir en 2017 se incrementó hasta el 27% en 2019.

➤ Por su parte el segmento de cemento, mantiene una mayor diversificación en los últimos años, considerando a diciembre de 2019, una participación del 30% de la zona norte del país, seguido por Santo Domingo (25%), en conjunto con exportaciones (22%) y la zona este del país (20%).

Integración hacia el recurso minero y ubicación estratégica de sus instalaciones productivas

➤ Consorcio Minero Dominicano, bajo las marcas de Cemento Panam y Concreto Panam, comercializa cemento protland y hormigón hidráulico, respectivamente.

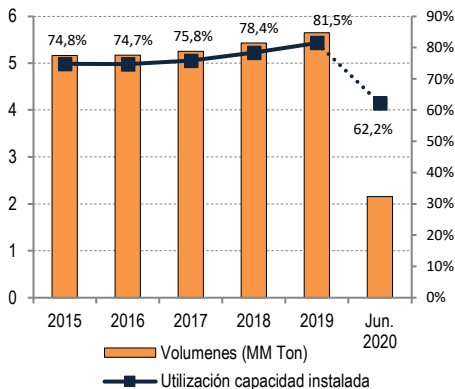
➤ Actualmente, Concreto Panam posee 12 plantas de hormigón en República Dominicana y 3 en Haití, sumado a una flota de equipos móviles que superan las 200 unidades. Adicionalmente, se encuentra iniciando la producción de agregados mediante una planta en el Parque Industrial La Luisa, con el objetivo de abastecer parte de las plantas que mantiene la entidad.

➤ Por su parte, Cemento Panam cuenta con una planta de producción ubicada en Villa Gautier con tecnología enfocada en una operación lo más sustentable posible para el medioambiente y una inversión cercana a los US\$250 millones. Al respecto, estas instalaciones se encuentran

Solvencia	A
Perspectivas	Estables

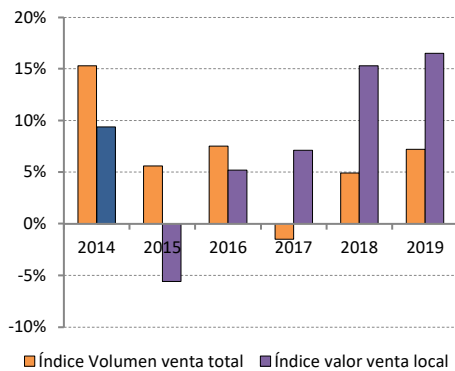
Evolución de la producción de cemento

Volúmenes en millones de toneladas



Fuente: Adocem.

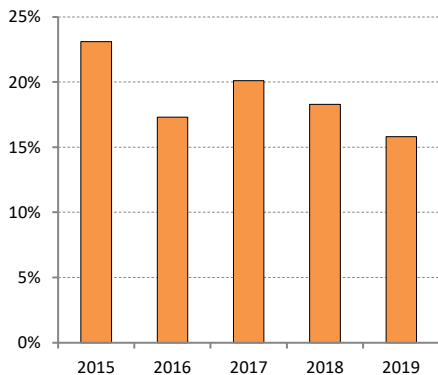
Crecimiento en los volúmenes y del valor de venta a nivel nacional



Fuente: Adocem.

Evolución del porcentaje de exportación de la producción de cemento

Miles Toneladas



Fuente: Adocem.

bajo el formato de “Planta Jardín” que combina áreas verdes con la estructura de la planta cubriendo el 70% del área de la fábrica.

- La compañía se posiciona como uno de los principales productores de cemento integrado con una capacidad instalada por 1,2 millones de toneladas anuales, tras el término de la construcción del segundo molino.

Además, cuenta con pertenencias mineras que le permiten abastecerse por sobre el 95% de las materias primas necesarias. Al respecto, CMD cuenta con reservas disponibles para más de 100 años de producción.

- La ubicación de la planta productiva de Cemento Panam, es adyacente a sus pertenencias mineras y cerca de Santo Domingo y la zona Este del país, región que aporta cerca del 70% del PIB. Esta ubicación le permite a la compañía obtener ventajas logísticas que impactan en sus costos de transporte.

Estructura de contratos a largo plazo, permite la operación continua de la compañía

- Consorcio Minero Dominicano, cuenta con una concesión minera para la explotación de rocas calizas en terrenos ubicados en San Pedro de Macorís y Santo Domingo, con una vigencia de estos derechos por 75 años.
- Además, la entidad, mantiene un contrato de arrendamiento de derechos de concesión minera para la extracción de rocas calizas ubicado en San Cristóbal, por un periodo de cuatro años renovable automáticamente al vencimiento. Al respecto, la compañía deberá pagar una cuota fija de US\$ 1,47 por cada metro cubico de material extraído. En 2019, el pago reconocido por este ítem asciende a los RD\$ 2,1 millones.
- CMD, mantiene contratos, entre 10 a 20 años, de arrendamiento de terrenos con el Consejo Estatal del Azúcar (CEA) para la extracción de materiales en diferentes localidades, con una inversión aproximada de RD\$ 4 millones.

La entidad cuenta con un contrato de arredramiento por 10 años de un muelle con la Autoridad Portuaria Dominicana (APORDOM), con una inversión en avance y adecuación de este por cerca de RD\$ 314 millones y una renta mensual que se incrementa un 10% cada dos años. En 2019 el gasto reconocido por este concepto fue aproximadamente por \$ 1,65 millones.

Industria expuesta a los ciclos económicos y con alta competencia

- El segmento de cemento y concreto, al igual que todas las industrias asociadas a materiales de construcción, son altamente sensible a la evolución del ciclo económico de los mercados y países ya que la actividad de construcción, tanto habitacional, turística, como de infraestructura, depende fuertemente de las expectativas de los agentes privados y los gobiernos respecto de las condiciones económicas en el mediano y largo plazo.
- Actualmente, en República Dominicana se ha visto un fuerte crecimiento de la inversión tanto pública como privada en sectores como la infraestructura vial, educacional y aeroportuaria, generando alta demanda de materiales de construcción, especialmente cemento.
- Por su parte, en Haití el financiamiento internacional de obras de reconstrucción y expansión de la infraestructura pública, dañada gravemente por el terremoto del año 2010, ha implicado un gran impacto en el volumen de obras y proyectos en el rubro de infraestructura horizontal, como carreteras y aeropuertos, lo que ha impactado en un crecimiento constante de la demanda de cemento y otros materiales de construcción en los últimos periodos.
- Por otra parte, la industria de cementos, a nivel de República Dominicana, como en El Caribe y Centroamérica, es altamente competitiva gracias a la presencia de múltiples productores locales integrados hacia el mineral y/o hacia la fabricación de hormigón, como de comercializadores de productos de grandes productores a nivel global, como Cemex. Esta situación se ve fortalecida por la baja diferenciación que tienen los productos relacionados al cemento.
- En los últimos periodos, en República Dominicana, el incremento de la competencia por parte de Cemex y nuevas empresas comercializadoras de cemento ha presionado los precios de este producto a la baja.

Solvencia
PerspectivasA
Estables

Industria de la construcción se ha visto afectada a medida que avanza la pandemia

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

Al respecto, a nivel industria, según cifras de Adocem, la actividad económica en las operaciones en el segmento de construcción presentó un crecimiento anual del 10,5% durante 2019, con una mayor alza en los últimos meses del año.

- En el caso de la industria del cemento, en 2019 las ventas locales crecieron un 7,2% anual en términos de volúmenes y un 16,5% en recaudación debido al alza observada en los precios promedios en el mercado.

Durante 2019, la producción de cemento se incrementó un 4% anual, alcanzando los 5,6 millones de toneladas, evidenciando un alza hasta el 81,5% en la utilización de la capacidad instalada (78,4% en 2018).

Las exportaciones, en 2019 registraron una caída anual del 2,6%, donde el mercado con mayor participación es Haití (72%), a pesar de la disminución de las toneladas comercializadas en los últimos años.

- Sin embargo, durante el segundo trimestre de 2020, los niveles de actividad se han visto afectados debido al avance de la pandemia. Ello, ha generado que durante el primer semestre del año la producción de cemento disminuyera un 23,5% con una caída en la utilización de la capacidad instalada hasta el 62,2%.

Solvencia
Perspectivas

A
Estables

POSICION FINANCIERA

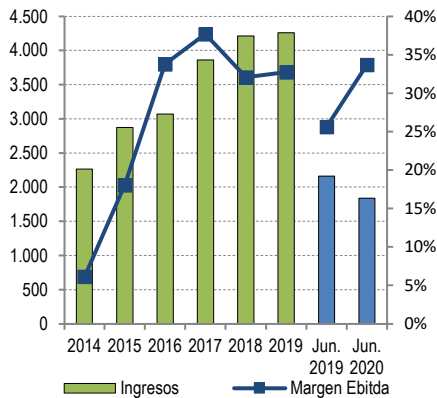
Satisfactoria

Resultados y márgenes

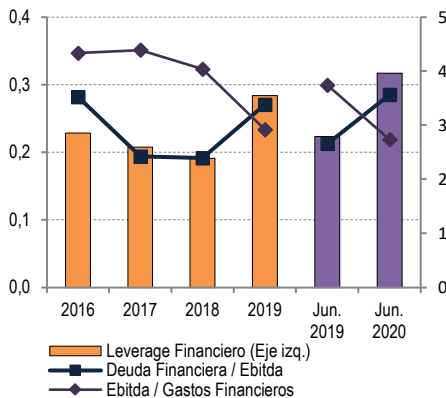
Fuerte caída en los ingresos debido a los efectos de la pandemia. No obstante, se registró una mejora en la generación de Ebitda y su respectivo margen

Ingresos y Márgenes

Cifras en millones de RD\$

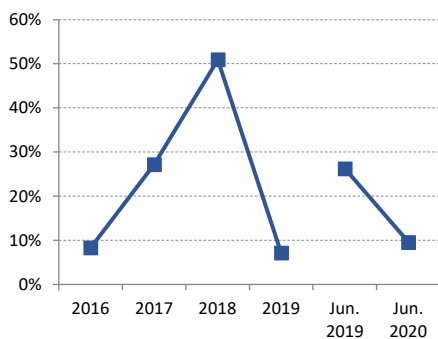


Indicadores de Solvencia



Indicador de cobertura

FCNOA / Deuda Financiera (%)



➤ En los últimos años, además del crecimiento en los volúmenes comercializados tanto en el segmento de concreto como de cemento, se ha evidenciado un alza en los precios promedio de venta de la compañía.

Esto, sumado a una mayor actividad que permite disminuir los costos unitarios, por economía de escalas, ha generado que la compañía mantenga márgenes adecuados a la maduración de sus negocios. Lo anterior, a pesar de una mayor competencia en el mercado local.

Así, a diciembre de 2019, se observó que los precios promedio de venta alcanzaron en el caso del cemento los 5.144 RD\$/Tons y los 4.593 RD\$/m³ para el segmento de concreto, evidenciando incrementos anuales del 22,6% y 14,5%, respectivamente.

➤ Los ingresos de CMD al cierre de 2019, alcanzaron los RD\$ 4.261 millones evidenciando un crecimiento anual del 1,2%. Este aumento en los niveles de venta menor en comparación a los precios promedios mencionados anteriormente se debe a una disminución del 32,2% anual en los volúmenes comercializados en el segmento concreto y del 8,9% en el caso de cemento.

➤ Lo anterior, sumado a una mayor producción en su principal segmento en conjunto con mayores gastos administrativos, que fueron compensados por eficiencias operacionales y debido al efecto positivo en resultados asociado a la implementación de la IFRS 16, gatilló en un crecimiento del 3,4% en la generación Ebitda alcanzando los RD\$ 1.395 millones.

➤ A fines de 2019, el margen Ebitda alcanzó el 32,8%, cifra levemente superior que 2018, pero se mantiene inferior a lo registrado en 2016 y 2017.

➤ Durante 2019, se implementó la NIIF 16, arrendamiento, generando el reconocimiento de activos con derecho de uso por RD\$ 85,8 millones y su equivalente en pasivos por arrendamiento.

Además, se considera interés por pasivos por arriendo por RD\$ 410 mil, gastos relacionados de corto plazo por RD\$ 56,9 millones y pasivos por arrendamientos por RD\$ 161,8 millones.

➤ En términos de generación del flujo de caja neto de la operación ajustado (FCNOA) se observó un constante crecimiento hasta 2018 (RD\$ 1.646 millones). En 2019 se registró una fuerte caída hasta los RD\$ 336 millones, debido en términos de cambios netos en activos y pasivos a un mayor gasto en cuentas por cobrar, avances a proveedores y cuentas por pagar.

Lo anterior, sumado a un incremento en los niveles de deuda financiera de la entidad, generaron que el indicador de cobertura FCNOA sobre deuda financiera disminuyera hasta el 7,1% (50,9% a fines de 2018).

➤ A junio de 2020, los ingresos de CMD presentaron una caída del 15% con respecto a igual periodo de 2019, situándose en los RD\$ 1.838 millones. Esta baja se encuentra asociada a los efectos producto de las medidas realizadas para contener la pandemia.

➤ La generación de Ebitda de la compañía, al cierre del primer trimestre de 2020, alcanzó los RD\$ 619 millones, evidenciando un crecimiento del 11,7% en comparación a junio de 2019. Lo anterior se debe a una mayor caída en los costos operacionales en comparación a los ingresos, que permitió mermar la menor tasa de decrecimiento de los gastos de administración.

Así, a junio de 2020, el margen Ebitda se situó en el 33,7%, superior a lo registrado a junio de 2019 (25,6%).

➤ Feller Rate, considera que el avance de la pandemia tendrá un efecto transitorio en los principales factores económicos que influyen sobre la actividad en la industria a la que pertenece la compañía. No obstante, dependiendo de como avance la pandemia en el país se podrían ver mayores presiones en el corto plazo.

Solvencia
PerspectivasA
Estables

Endeudamiento y flexibilidad financiera

Indicadores de cobertura se podrían ver presionados de forma transitoria dependiendo del avance de la pandemia en los próximos meses y sus implicancias en la actividad de la compañía

- CMD a lo largo de su historia ha mantenido una política financiera conservadora, la cual queda reflejada en periodos de inversión en los cuales la entidad ha realizado un financiamiento mediante un mix entre flujos externos, generación propia y aportes de capital.
- Desde 2013, la deuda financiera de la compañía experimento un constante crecimiento asociado a los planes de inversión asociadas a diversificación de líneas de negocios y aumento en capacidad productiva.
- A diciembre de 2019, el stock de pasivos financieros alcanzó los RD\$ 4.716 millones, evidenciando un aumento anual del 46%.

Lo anterior, se debe a la colocación en el mercado nacional de la cuarta y quinta emisión del programa de bonos SIVEM-118 por un total de RD\$ 1.000 millones, sumado a RD\$ 162 millones por la incorporación de la IFRS 16 y a un alza en los créditos bancarios de corto plazo.

Al respecto, se debe señalar que las emisiones de bonos permitieron alargar el plazo de la deuda financiera de la compañía, generando mayores holguras financiera, en conjunto con vencimientos estructurales en 2028 y 2029.

- Al cierre del primer semestre de 2020, los pasivos financieros alcanzaron los RD\$ 5.207 millones, evidenciando un crecimiento del 10,4% en comparación al cierre de 2019, debido a una mayor utilización de las líneas de crédito bancario, con el objetivo de financiar parte del capital de trabajo ante la contingencia sanitaria.
- La base patrimonial, considerando el fuerte incremento que presentó hasta 2017, ha permitido compensar los crecimientos registrados en los niveles de deuda permitiendo que el indicador de *leverage* financiero se sitúe en 2019 en las 0,3 veces, levemente superior que lo registrado en años anteriores (0,2 veces).
- Los indicadores de cobertura, a pesar del incremento en los niveles de deuda se han mantenido acorde al rango esperado para su calificación de riesgos.
- A fines de 2019, el ratio de deuda financiera neta sobre Ebitda ajustado se incrementó hasta las 3,4 veces (2,4 veces en 2018) y la cobertura de Ebitda sobre gastos financiero disminuyó hasta las 2,9 veces (4,0 veces a fines de 2018).
- Al cierre del primer semestre de 2020, los indicadores de cobertura se mantuvieron acorde a los rangos esperados. No obstante, dependiendo de cómo avance la pandemia estos podrían verse afectados de forma transitoria. Así, el ratio de deuda financiera neta sobre Ebitda se incrementó hasta las 3,5 veces (3,4 veces en 2019) y la cobertura de Ebitda sobre gastos financieros disminuyó hasta las 2,7 veces (2,9 veces en 2019).

Liquidez: Suficiente

- La liquidez de Consorcio Minero Dominicano se encuentra calificada como "Suficiente". Ello, tanto la estrategia de la compañía de resguardar la liquidez durante la pandemia como también considera, a junio de 2020, una caja por RD\$ 146 millones, una generación de Ebitda anualizado por RD\$ 1.460 millones.
- Lo anterior, en comparación con vencimientos financieros por RD\$ 807 millones, de los cuales RD\$ 27 millones corresponden a arrendamiento, y RD\$ 780 millones a créditos bancarios que se encuentran mayoritariamente asociados al financiamiento de capital de trabajo.
- Además, se considera un acotado plan de inversiones, en conjunto con su acceso al mercado financiero, que quedó demostrado con las recientes emisiones de bonos.

	Abril 2019	Julio 2019	Agosto 2019	Octubre 2019	Enero 2020	Mayo 2020	Julio 2020	Sep. 2020
Solvencia	A-	A-	A-	A	A	A	A	A
Perspectivas	Positivas	Positivas	Positivas	Estables	Estables	Estables	Estables	Estables
Bonos Corp. SIVEM-118	A-	A-	A-	A	A	A	A	A

Resumen Financiero

(Millones de Pesos de República Dominicana)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Jun. 2019*	Jun. 2020*
Ingresos Ordinarios	1.250	2.262	2.871	3.068	3.860	4.211	4.261	2.163	1.838
Ebitda ⁽¹⁾	77	139	517	1.036	1.455	1.350	1.395	554	619
Resultado Operacional	63	-197	156	475	828	679	648	202	247
Ingresos Financieros	10	4	1	21	57	23	24	9	6
Gastos Financieros	-30	-31	-30	-239	-331	-334	-478	-207	-264
Ganancia (Pérdida) del Ejercicio	5	-221	51	481	409	227	180	95	-213
Flujo Caja Neto de la Operación	-1.317	1.162	79	83	693	1.302	-101	-124	37
Flujo Caja Neto de la Operación Ajustado (FCNO Aj.) ⁽²⁾	-1.317	1.189	97	303	957	1.646	336	-124	37
FCNO Libre de Intereses Netos y Dividendos Pagados ⁽³⁾	-1.317	1.162	79	0	693	1.302	-101	-124	37
Inversiones en Activos fijos Netas ⁽⁷⁾	-3.090	-3.565	-3.592	-1.935	-878	-1.138	-797	-132	-139
Inversiones en Acciones									
Flujo de Caja Libre Operacional	-4.406	-2.403	-3.514	-1.852	-185	164	-898	-256	-102
Dividendos pagados									
Flujo de Caja Disponible	-4.406	-2.403	-3.514	-1.852	-185	164	-898	-256	-102
Movimiento en Empresas Relacionadas									
Otros movimientos de inversiones						0	1	-142	
Flujo de Caja Antes de Financiamiento	-4.406	-2.403	-3.514	-1.852	-185	164	-898	-398	-102
Variación de capital patrimonial	3.479	1.236	2.585	1.310	552	1	-468		
Variación de deudas financieras	961	1.031	908	519	-207	-378	1.375	533	490
Otros movimientos de financiamiento									
Financiamiento con EERR									-254
Flujo de Caja Neto del Ejercicio	34	-135	-20	-23	160	-214	9	135	134
Caja Inicial	206	240	104	84	62	221	7	7	16
Caja Final	240	104	84	62	221	7	16	143	150
Caja y equivalentes	240	104	84	62	221	7	16	143	150
Cuentas por Cobrar Clientes	636	856	1.338	903	1.303	1.627	2.433	1.838	2.338
Inventario	245	312	328	363	543	446	478	601	748
Deuda Financiera ⁽⁴⁾	980	2.064	3.063	3.652	3.521	3.231	4.716	3.764	5.207
Activos Totales	10.844	13.610	19.791	21.453	22.228	22.349	23.418	22.797	24.222
Pasivos Totales	1.539	3.713	5.589	5.463	5.256	5.437	6.787	5.945	7.803
Patrimonio + Interés Minoritario	9.305	9.897	14.202	15.988	16.972	16.913	16.631	16.853	16.418

*Números interinos.

en.: no disponible.

(1) Ebitda = Resultado Operacional + depreciación y amortizaciones.

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

(3) Cifras estimadas por Feller Rate sobre la base de reportes de flujo de caja de la operación presentado por la compañía antes de los dividendos pagados y descontado los intereses netos del periodo.

(4) Deuda financiera: incluye otros pasivos financieros corrientes y no corrientes

Principales Indicadores Financieros

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Jun. 2019*	Jun. 2020*
Margen Bruto	15,4%	17,4%	19,9%	29,4%	32,7%	30,9%	30,2%	24,9%	29,9%
Margen Operacional (%)	5,1%	-8,7%	5,4%	15,5%	21,4%	16,1%	15,2%	9,3%	13,4%
Margen Ebitda ⁽¹⁾ (%)	6,1%	6,1%	18,0%	33,8%	37,7%	32,1%	32,8%	25,6%	33,7%
Rentabilidad Patrimonial ⁽³⁾ (%)	0,0%	-2,2%	0,4%	3,0%	2,4%	1,3%	1,1%	1,4%	-0,8%
Costo/Ventas	84,6%	82,6%	80,1%	70,6%	67,3%	69,1%	69,8%	75,1%	70,1%
Gav/Ventas	10,3%	26,1%	14,5%	13,9%	11,3%	14,8%	15,0%	15,6%	16,5%
Días de Cobro ⁽³⁾	183,3	136,2	167,7	105,9	121,5	139,1	205,6	156,7	213,8
Días de Pago ⁽³⁾	165,6	117,7	145,6	95,0	72,4	115,6	103,8	118,8	138,0
Días de Inventario ⁽³⁾	83,5	60,2	51,4	60,4	75,2	55,2	57,8	75,8	102,2
Endeudamiento total	0,2	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5
Endeudamiento financiero	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,2	0,3
Endeudamiento Financiero Neto	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,2	0,3
Deuda Financiera / Ebitda ⁽¹⁾⁽³⁾ (vc)	12,8	14,8	5,9	3,5	2,4	2,4	3,4	2,7	3,6
Deuda Financiera Neta / Ebitda ⁽¹⁾⁽³⁾ (vc)	9,7	14,1	5,8	3,5	2,3	2,4	3,4	2,6	3,5
Ebitda ⁽¹⁾ ⁽³⁾ / Gastos Financieros ⁽³⁾ (vc)	2,6	4,4	17,1	4,3	4,4	4,0	2,9	3,7	2,7
FCNOA ⁽²⁾ ⁽³⁾ / Deuda Financiera (%)	-134,3%	57,6%	3,2%	8,3%	27,2%	50,9%	7,1%	26,2%	9,5%
FCNOA ⁽²⁾ ⁽³⁾ / Deuda Financiera Neta (%)	-177,8%	60,7%	3,3%	8,4%	29,0%	51,1%	7,2%	27,2%	9,8%
Liquidez Corriente (vc)	2,7	0,8	1,0	1,2	1,5	1,4	1,7	1,8	1,7

*Números interinos.

n.d.: no disponible.

(1) Ebitda = Resultado Operacional + depreciación y amortizaciones.

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

(3) Indicadores anualizados, bajo el formato de doce meses móviles para los flujos.

Características de los instrumentos

Emisión de Bonos Corporativos

Primera

Número de Registro	SIVEM-118
Valor total del Programa de Emisión	RD\$ 4.820.480.000
Valor de cada Emisión	RD\$ 1.000.000.000
Fecha de colocación / emisión	18-12-2017
Covenants	No tiene
Emisiones inscritas al amparo del Programa	1,2,3,4 y 5
Conversión	No Considera
Resguardos	Suficientes
Garantía	Quirográfica

EMISIONES DE BONOS VIGENTES

	1	2	3	4
Al amparo del Programa	SIVEM-118	SIVEM-118	SIVEM-118	SIVEM-118
Monto de la emisión	RD\$ 1.000.000.000	RD\$ 1.000.000.000	RD\$ 952.262.219	RD\$ 500.000.000
Amortizaciones	Al vencimiento	Al vencimiento	Al vencimiento	Al vencimiento
Fecha de vencimiento	28-08-2028	18-09-2028	16-11-2028	01-05-2029
Pago de Intereses	Trimestral	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Tasa de Interés	12%	12%	12%	11,5%
Conversión	No Considera	No Considera	No Considera	No Considera
Resguardos	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes
Garantías	Quirográfica	Quirográfica	Quirográfica	Quirográfica

EMISIONES DE BONOS VIGENTES

5

Al amparo del Programa	SIVEM-118
Monto de la emisión	RD\$ 500.000.000
Amortizaciones	Al vencimiento
Fecha de vencimiento	15-08-2029
Pago de Intereses	Trimestral
Tasa de Interés	11%
Conversión	No Considera
Resguardos	Suficientes
Garantías	Quirográfica

Nomenclatura de Calificación

Calificación de Solvencia

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

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

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 (+).

Feller Rate distingue los instrumentos entre aquellos que se consideran “grado inversión” y aquellos considerados como “no grado inversión” o “grado especulativo”. 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 o bajar.

Creditwatch

Por otra parte, «Creditwatch» 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. Una calificación aparece en «Creditwatch» cuando se produce un hecho de este tipo o una desviación de la tendencia esperada, requiriéndose, por tanto, de antecedentes adicionales para revisar la calificación vigente.

El que una calificación se encuentre en «Creditwatch» no significa que su modificación sea inevitable. Las calificaciones colocadas en «Creditwatch» pueden tener una calificación «positiva», «negativa» o «en desarrollo».

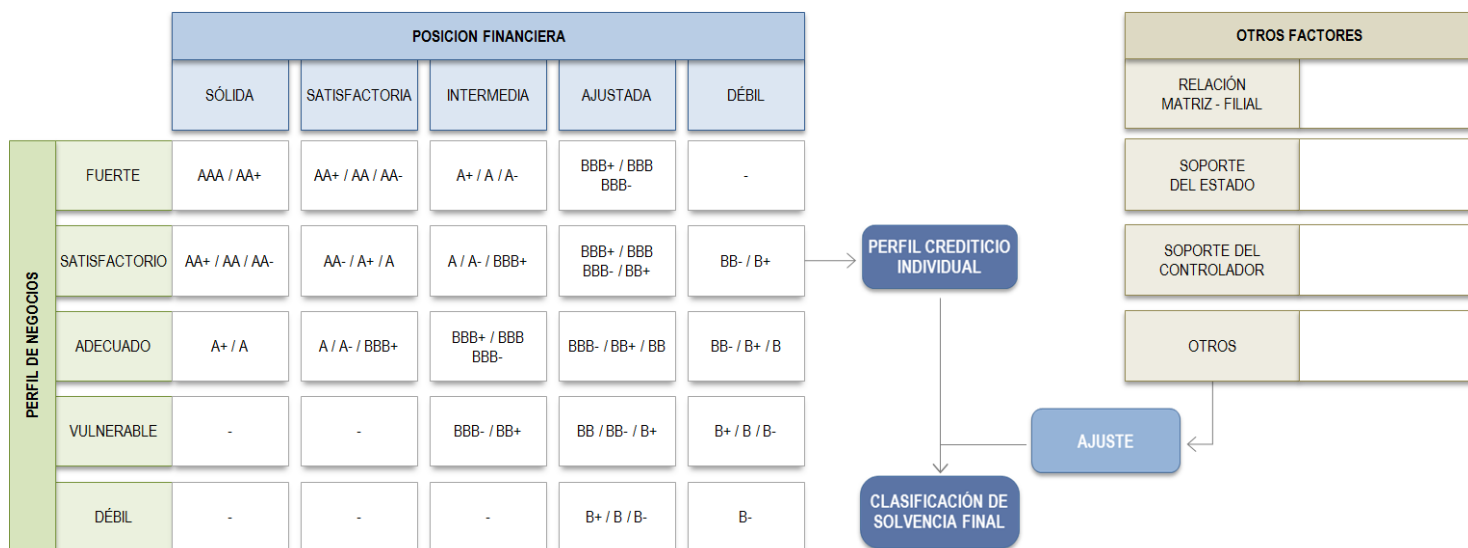
- CW POSITIVO: La calificación puede subir.
- CW NEGATIVO: La calificación puede bajar.
- CW EN DESARROLLO: La calificación puede subir, bajar o ser confirmada.

Descriptorios 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. Pueden existir factores o coyunturas que pueden implicar desviaciones, en un sentido u otro, desde las categorías indicadas por la matriz.



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

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