

# Agrosuper S.A.

## Análisis de Riesgo

### Clasificaciones

<b>Escala Internacional</b>	
IDR* (ME*)	N/A
IDR* (ML*)	N/A
Bonos Internacionales	N/A
<b>Escala Nacional</b>	
Solvencia	A+(cl)
Líneas de Bonos	A+(cl)
Acciones	Nivel 4(cl)
<b>Outlook</b>	Estable

\*IDR: Issuer Default Rating  
 \*ME: Moneda Extranjera  
 \*ML: Moneda Local

### Resumen Financiero

#### Agrosuper S.A.

	UDM 31 mar 2015	31 dic 2014
MMCLP		
Ingresos por Ventas	1.497.065	1.484.337
EBITDA	283.677	278.151
Margen de EBITDA (%)	18,9	18,7
Flujo Generado por las Operaciones	226.049	261.088
Flujo de Fondo Libre	180.587	173.847
Caja e Inversiones Corrientes	67.521	154.136
Deuda Total	282.837	396.843
Deuda Total /EBITDA (x)	1,0	1,4
Deuda Total /FGO (x)	1,2	1,4
EBITDA/Intereses (x)	20,3	17,6

Fuente: Agrosuper

### Informes Relacionados

[Estadísticas Comparativas Empresas Chilenas \(Junio 17, 2015\)](#)

[Panorama Corporativo Chileno, Primer Semestre 2015 \(Marzo 25, 2015\)](#)

[Calidad Crediticia del Portafolio Chileno \(Noviembre 27, 2014\)](#)

### Analistas

Mónica Coeymans  
 +56 2 24993314  
[monica.coeymans@fitchratings.com](mailto:monica.coeymans@fitchratings.com)

Francisco Mercadal  
 +56 2 2499 3340  
[francisco.mercadal@fitchratings.com](mailto:francisco.mercadal@fitchratings.com)

### Factores Clave de la Clasificación

**Liderazgo y Diversificación:** Las clasificaciones incorporan la posición de liderazgo que Agrosuper mantiene en el mercado nacional de proteína animal en todas sus líneas de negocio, con marcas altamente reconocidas y una amplia diversificación de productos. Además, Agrosuper cuenta con integración vertical en su cadena de valor desde la producción de alimentos, hasta su comercialización, para lo cual posee una vasta red de distribución.

**Reducción Sostenida de Endeudamiento:** El nivel de endeudamiento de Agrosuper mostró una importante reducción en el 2014 y en UDM (Últimos 12 meses) a marzo de 2015, alcanzando un deuda financiera/EBITDA de 1,4 veces (x), y 1,0x, respectivamente (0,9x y 0,8x neto de caja). Lo anterior se debió, principalmente, al mejor desempeño operacional con el consiguiente crecimiento de la generación de flujo de caja operacional (FCO), sumado a un menor capex, lo que se tradujo en un crecimiento en su flujo de fondos libre (FFL) que le permitió reducir en 44% la deuda financiera a marzo de 2015 respecto al cierre de 2012.

**Liquidez Robusta:** Agrosuper mantiene niveles de caja sólidos. A marzo de 2015, alcanzó CLP67,5 mil millones, monto que cubre con holgura sus compromisos financieros, que en el 2015 alcanzarán CLP9,9 mil millones y CLP18,7 mil millones en el 2016. Complementa su liquidez, un amplio acceso al mercado financiero, en el que se enmarcan las nuevas líneas de bonos por UF8,5 millones a 10 y 30 años, destinadas a financiar inversiones y refinanciar pasivos.

**Desempeño Operacional Sólido:** En el año 2014, los ingresos de Agrosuper aumentaron 14,2% y el margen EBITDA ha reflejado un importante crecimiento, alcanzando 18,7%. Si bien, desde los últimos trimestres de 2014 se ha registrado una inestabilidad en el precio de venta de salmón, se espera que los equilibrios en crecimiento de oferta y demanda regularicen esta tendencia en el corto plazo. Factores como la estabilidad de los resultados en su unidad de pollos, la reducción de oferta puntual de cerdo en el mercado internacional y la positiva tendencia en los precios en pavos, deberían ser elementos que compensen de forma relevante las potenciales caídas en generación de flujo del negocio acuícola en el 2015.

**Factores de Riesgo:** Restringe la clasificación, el efecto del potencial deterioro de las economías locales sobre la demanda de proteínas, los cambios en las conductas de consumo y la volatilidad en el precio de los productos y de los *commodities* que sirven de materia prima para la producción, los que representan un porcentaje alto del costo de explotación. Además, la clasificación incorpora los riesgos inherentes a la producción animal, como problemas sanitarios que impliquen volatilidad en la producción, y/o limitaciones en la comercialización de sus productos en los mercados internacionales.

### Sensibilidad de la Clasificación

Las clasificaciones de Agrosuper podrían verse afectadas negativamente de registrarse volatilidades en su resultado operacional y flujo de caja que impliquen un deterioro de su endeudamiento por sobre las 2,5x.

Las clasificaciones de Agrosuper podrían mejorar en la medida que la compañía sea capaz de mantener su perfil de endeudamiento en el mediano plazo, considerando las inversiones proyectadas y los ciclos naturales del mercado de las proteínas. La clasificación de acciones de la compañía podría mejorar al contar con historial bursátil y observarse una consistente liquidez, evidenciada en variables relevantes que se ubiquen en un rango de clasificación superior.

**Perfil Financiero**

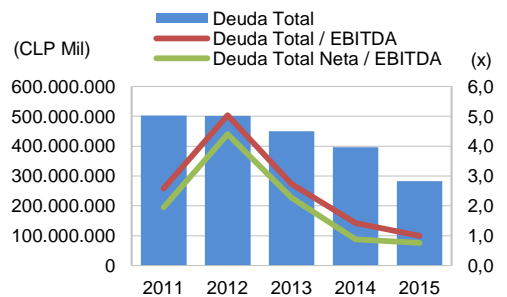
**Estructura de Deuda y Liquidez**

Agrosuper se caracteriza por tener un nivel de endeudamiento moderado y una estructura de capital conservadora. A marzo de 2015, la deuda financiera total alcanzó CLP282.837 millones, disminuyendo un 29% respecto al cierre de 2014 (CLP396.843 millones). Esta reducción de deuda financiera derivada de un mayor FFL, implicó una relevante mejora en su indicador de endeudamiento, alcanzando un indicador deuda financiera / EBITDA de 1,0x en UDM a marzo de 2015 (1,4x al cierre de año 2014).

A marzo de 2015, 45,7% del total de la deuda se encuentra denominada en dólares y el restante 54,3% en UF (unidad de fomento). Del total, un 4% es deuda de corto plazo y el 100% se encuentra pactado en tasa fija, si se consideran los instrumentos de cobertura de tasa tomado por la empresa.

La compañía mantiene una caja por CLP67.521 millones (USD111 millones), que supera con holgura sus compromisos en el corto plazo (CLP11.074 millones o USD18 millones) en un año. Además de tener un amplio acceso a los mercados financieros, Agrosuper mantiene inscritas líneas de bonos disponibles por UF2 millones, dos nuevas líneas inscritas por UF8,5 millones, además de un potencial aumento de capital, variables que podrían extender sus vencimientos de deuda y mejorar su liquidez.

**Deuda Financiera y Endeudamiento**  
(UDM a marzo de 2015)

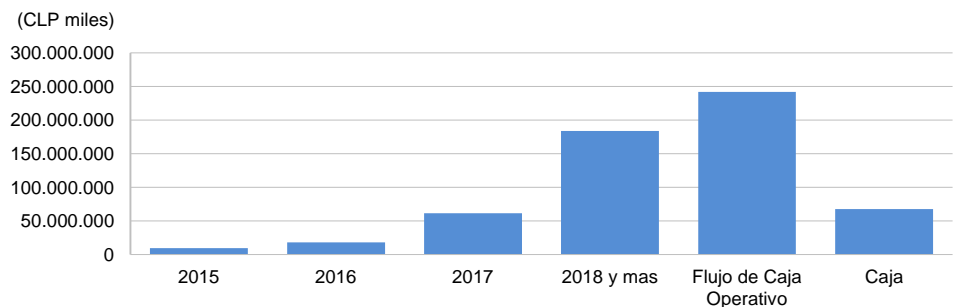


Fuente: Reportes de Agrosuper.

La compañía posee la política de cubrir el descalce entre ingresos y costos en dólares utilizando cobertura de monedas. Esto es relevante considerando que una porción importante de los ingresos proviene de exportaciones y que 60% de los costos están indexados al dólar.

**Calendario de Vencimiento de Deuda**

(A marzo de 2015)



Fuente: Reportes de la compañía.

**Flujo de Caja e Indicadores Crediticios**

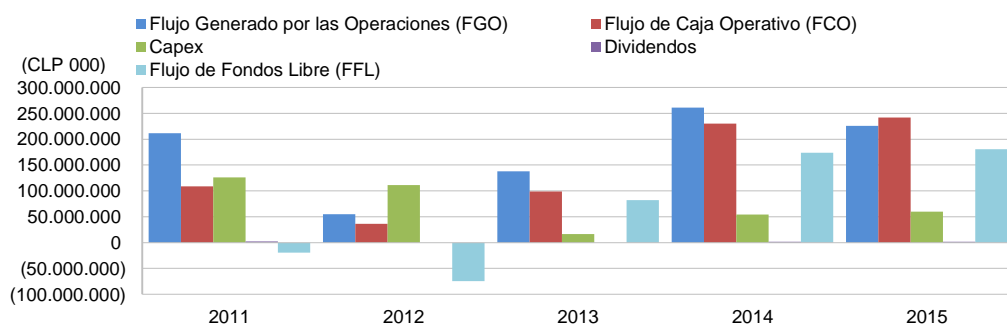
El crecimiento de los resultados en los últimos períodos derivaron en una mejora significativa de su FCO que, al cierre del año móvil a marzo de 2015, alcanzó CLP242.169 millones (CLP229.871 millones en 2014). Considerando el bajo capex y el reparto de dividendos conservador, lo anterior se tradujo en un aumento de su FFL que aumentó a CLP180.587 millones (CP173.847 millones en 2014 y CLP82.092 millones en 2013).

En el 2014, los montos de inversiones en capex de Agrosuper alcanzaron CLP54,5 mil millones, mayores al capex del 2013 (CLP16,7 mil millones). De estas inversiones, alrededor de CLP29 mil millones (USD50 millones), fueron destinados a la reconstrucción de la planta Lo

Miranda (Doñihue, VI Región), afectada por un incendio (con seguros comprometidos). En el primer trimestre de 2015, el capex alcanzó CLP10 mil millones, mayor a los CLP4 mil millones registrados en similar período de 2014.

Para 2015 y 2016 se estima que las inversiones en capex estén en torno a los CLP170 mil millones, estando enfocadas en la mejora de las unidades productivas. En opinión de Fitch, de mantenerse una política de dividendos conservadora (30% de la utilidad) y la estable tendencia en la generación de flujos operacionales, Agrosuper generaría flujos suficientes para el financiamiento de tales inversiones, sin mermar en forma relevante su liquidez y endeudamiento.

### Evolución de Flujo de Caja



Fuente: Reportes de la compañía.

### Perfil de la Empresa

El grupo Agrosuper fue fundado en 1955. Comenzó su actividad como productor y comercializador de huevos, siguiendo en 1960 con la producción y comercialización de pollos, y desde 1974, el procesamiento y comercialización de carne de pollo. Desde esa fecha han integrado a su producción otras líneas de negocio como cerdos (1983), salmones (1989) y pavos (1996/2011). En la actualidad es el principal productor y comercializador de proteína animal y alimentos congelados de Chile, alcanzando al cierre de año móvil terminado en marzo de 2015, ventas por CLP1.497 mil millones, un EBITDA de CLP283 mil millones y una plana de más de 15 mil trabajadores directos.

La propiedad de la compañía se encuentra en manos de Gonzalo Vial Vial, reconocido empresario agrícola y sus hijos (Gonzalo, María del Pilar, María Cristina y María José Vial Concha). El Directorio se encuentra conformado por: Gonzalo Vial Vial, Fernando Barros Tocornal, Antonio Tuset Jorrat, Canio Corbo Lioi, Verónica Edwards Guzmán y Juan Claro González.

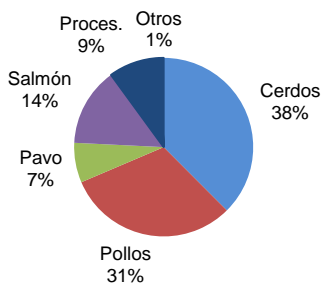
### Estrategia

Agrosuper ha centrado su estrategia de crecimiento en la internacionalización de sus ventas. Las exportaciones han aumentado aproximadamente seis veces desde el 2000, alcanzando un 41% de las ventas totales en el 2014. En este contexto, Agrosuper ha buscado la expansión de su capacidad productiva con el fin de abastecer una importante demanda de los mercados internacionales.

### Operaciones

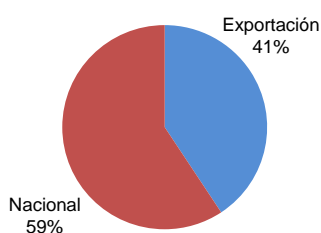
Agrosuper es el líder en el mercado de proteína animal en todas sus líneas de negocio a nivel nacional, con marcas altamente reconocidas, una amplia diversificación de productos (2.500 productos de pollo, cerdo, pavo, salmón y alimentos procesados), contando con una integración vertical en su cadena de valor, desde la fabricación de alimento, pasando por la producción y el procesamiento, hasta su comercialización.

### Composición de Ingresos por Negocio (Año 2014)



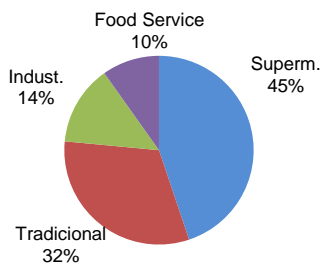
Fuente: Reportes de la compañía.

### Composición de Ingresos por Mercado (Año 2014)



Fuente: Reportes de la compañía.

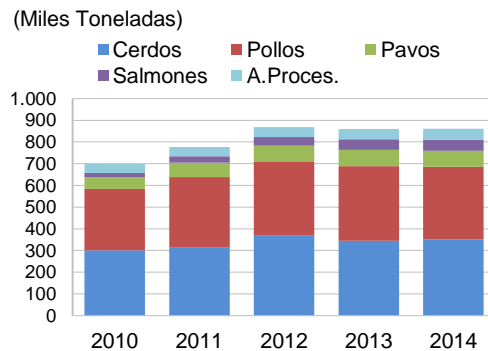
## Composición de Ingresos por Canal de Distribución (Año 2014)



Fuente: Reportes de la compañía.

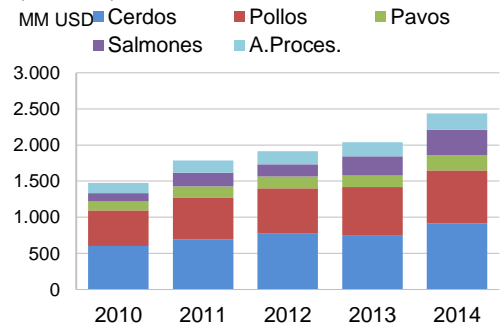
Agrosuper controla todas las etapas del proceso productivo, partiendo con la preparación del alimento balanceado. Para esto posee tres plantas (Longovilo, Lo Miranda y Casablanca), ubicadas en la VI Región, con una capacidad productiva de 220 mil toneladas al mes (ton/mes), destinadas a abastecer la engorda de pollos y cerdos. Además, la actividad salmonera cuenta con una planta de alimentos en Pargua, con capacidad para producir 15 mil ton /mes. La producción de pavo, cuenta con la planta ubicada en La Calera (V Región), con capacidad productiva de 19,5 mil ton/mes.

## Evolución de Ventas (Miles Toneladas)



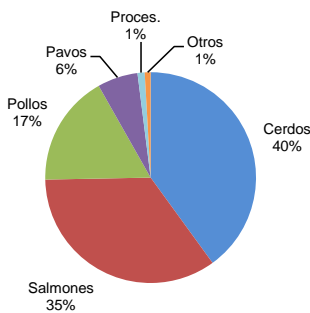
Fuente: Reportes de la compañía.

## Evolución de Ventas (USD MM)



Fuente: Reportes de la compañía.

## Exportaciones por Negocio (Año 2014)

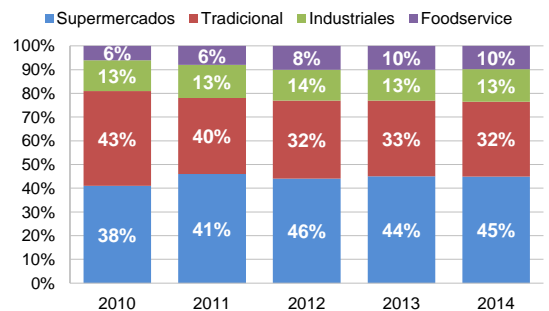


Fuente: Reportes de la compañía.

La empresa cuenta con certificaciones que aseguran la calidad de los procesos, la inocuidad del producto y el cuidado del medio ambiente, cumpliendo con las normativas internacionales y de los países a los cuales exporta, reduciendo así el riesgo de contagio de enfermedades animales.

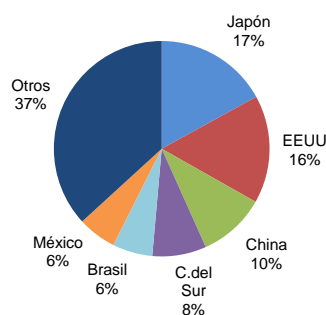
Un 45% de las ventas nacionales de Agrosuper a nivel consolidado se llevan a cabo mediante las principales cadenas de supermercados del país, lo que es razonable considerando que es la principal cadena de distribución a nivel nacional y la mayor cadena de frío para comercialización de productos. Pese a esto, el 32% de ventas realizadas a través del canal tradicional es relevante, si se contempla que el 80% de los locales comerciales a los que le vende (40 mil), se encuentran atendidos por esa red.

## Evolución de Ventas Nacionales por Canal



Fuente: Reportes de la compañía.

## Principales Destinos de Exportaciones (Año 2014)



Fuente: Reportes de la compañía.

A nivel nacional posee una amplia red de distribución, contando con 33 centros de distribución a lo largo del país, lo que le permite atender a 300 comunas. Para esto, la empresa cuenta con una flota subarrendada exclusiva de 564 camiones, los que recorren 960 mil kilómetros al mes, atendiendo aproximadamente a 40 mil locales comerciales.

En el año 2014, 41% de las ventas correspondieron a exportaciones, porcentaje que ha ido en franco crecimiento a partir del 2000, cuando la compañía comenzó un fuerte plan de internacionalización. Lo anterior ha significado alcanzar 283 mil toneladas de exportaciones en el 2014, transformándose este canal de venta en uno de los focos estratégicos de crecimiento en los próximos años.

Esta estrategia, enfocada en potenciar el continuo crecimiento en mercados internacionales mediante nichos de exportación con productos locales, ha ido acompañada de la apertura de nuevas oficinas comerciales internacionales, dedicadas a atender los respectivos mercados.

**Historial de Clasificación: Líneas de Bonos**

Fecha	Clasificación/Outlook
25-jun-2015	A+(cl) / Estable
30-jun-2014	A+(cl) / Estable
01-jul-2013	A(cl) / Estable
11-ene-2013	A(cl) / Estable
28-nov-2012	A(cl) / RW Negativo
29-may-2012	A(cl) / RW Negativo
25-ago-2011	A(cl) / Estable

Fuente: Fitch  
RW: Rating Watch

**Historial de Clasificación: Acciones**

Fecha	Clasificación
25-jun-2015	Primera Clase Nivel 4(cl)
30-jun-2014	Primera Clase Nivel 4(cl)
01-jul-2013	Primera Clase Nivel 4(cl)
11-ene-2013	Primera Clase Nivel 4(cl)
29-may-2012	Primera Clase Nivel 4(cl)
21-oct-2011	Primera Clase Nivel 4(cl)

Fuente: Fitch

Actualmente posee siete de estas oficinas ubicadas en Italia (2002), Estados Unidos (2003), Japón (2004), México, China (2005 y 2012) y Brasil (2012). Con el fin de potenciar su actividad exportadora en el mercado asiático, Agrosuper creó una filial en Shanghai (donde ya contaba con una oficina de representación). Mediante asociaciones y alianzas estratégicas con grandes *retailers*, distribuidoras y cadenas de *food service* se busca comenzar la creación de cadenas de distribución importantes en el extranjero.

Agrosuper importa aproximadamente el 80% de su abastecimiento de grano, comprando el 20% restante en el mercado nacional durante los meses de cosecha. Si bien los resultados están sujetos a las fluctuaciones en el precio del grano (maíz), que constituye parte importante de su costo de explotación, Agrosuper cubre parte de este riesgo mediante la contratación de posiciones de futuros en la bolsa de Chicago, en promedio 20 días antes del embarque y con plazos de entre 30 y 150 días, calzando así cada compra de grano.

**Análisis Emisores Comparables**

USD Millones	Marfrig Global				
	Agrosuper S.A.	BRF S.A.	JBS S.A.	Foods S.A.	Minerva
UDM a partir de	12-31-14	12-31-14	12-31-14	12-31-14	12-31-14
Escala Nacional	A+	AA+	A+	BBB+	A-
Escala interacional (IDR)	--	BBB-	BB	B+	BB-
Perspectiva	Rating Outlook Estable	Rating Outlook Stable	Rating Outlook Stable	Rating Outlook Stable	Rating Outlook Stable

**Estadísticas Financieras**

Ingresos	2.583	10.923	45.364	7.935	2.631
Crecimiento Ingresos (año/año)	14,2%	-5,0%	29,7%	12,4%	28,1%
EBITDA	484	1.764	4.176	635	254
Margen EBITDA	18,7%	16,1%	9,2%	8,0%	9,6%
Flujo de Fondos Libre (FFL)	303	951	1.957	18	(163)
Deuda Total Ajustada	632	4.927	15.928	4.320	2.006
Efectivo y Equivalentes de efectivo	246	2.499	5.615	1.001	932
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	454	1.435	3.209	33	14
Capex	95	598	1.344	242	116

**Indicadores Crediticios**

EBITDA /Intereses	17,6	5,7	3,5	1,4	1,4
(FFL+Caja) /Servicio de Deuda	2,4	2,6	1,4	1,4	2,1
Deuda Total Ajustada /EBITDA	1,3	2,7	3,7	6,5	7,9
FGO /Intereses Brutos	17,5	5,1	3,5	1,0	0,9

IDR – Issuer Default Rating. UDM : Ultimos Doce Meses. Tipo de cambio Balance: \$627,76/USD, Tipo de Cambio Promedio para Estado de Resultado y Flujo de Caja: \$574,68/USD

Fuente: Fitch en base a reportes de compañías.

**Características de los Instrumentos**

**Líneas de Bonos**

El 15 de septiembre de 2011 se inscribieron las líneas de bonos No. 678 y No. 679 por un monto máximo de UF8,5 millones cada una y un máximo a emitir en conjunto de UF8,5 millones. La línea No. 678 es a 10 años y la No. 679 a 30 años plazo. Además, se inscribieron las series A, B y C, con cargo a la línea No. 678 y la serie D, con cargo a la línea No. 679. El 17 de agosto de 2012 se inscribieron sobre la línea No. 678, las series E, F, G y H, y la serie I con cargo a la línea No.679. Actualmente, solo las series D y E se encuentran colocadas.

En abril de 2015, Agrosuper inscribió dos nuevas líneas de bonos; la No.807 y la No.808 por UF8,5 millones cada una, a 10 y 30 años plazo, respectivamente. Las emisiones con cargo a dichas líneas no pueden superar en conjunto UF8,5 millones. El uso de estos recursos será para financiar futuros proyectos y capital de trabajo, la adquisición de activos, así como refinanciamiento de pasivos, pago de dividendos y disminuciones de capital, y pagar costos asociados a la colocación.

**Colocación de Bonos Serie D con Cargo a la Línea No. 679:** El 20 de diciembre de 2011, Agrosuper colocó en el mercado financiero la serie D de bonos con un plazo de 21 años por

UF5 millones. Los fondos obtenidos por esta colocación han sido utilizados para el refinanciamiento de pasivos y el financiamiento de inversiones.

**Colocación de Serie E con Cargo a Línea de Bonos No. 678:** El 6 de septiembre de 2012, Agrosuper colocó en el mercado financiero la serie E de bonos con un plazo de 5 años por UF1,5 millones. Los fondos obtenidos por esta colocación han sido utilizados para el refinanciamiento de pasivos.

**Garantías y Covenants:** Las emisiones con cargo a estas líneas cuentan con el aval de la filial Agrosuper Comercializadora de Alimentos Ltda., y Agrícola Super Ltda. Las emisiones tienen como covenant financiero no superar un indicador de endeudamiento, medido como obligaciones financieras netas de caja /patrimonio de 1,0x. Al 31 de Marzo de 2015 y a diciembre de 2014 la compañía cumple con esta restricción. Este indicador es medido en base a los estados financieros de Agrosuper S.A consolidado.

### Detalle Deuda Vigente

Línea N°	678	678	678	679	678	678	678	678	679
Series	A	B	C	D	E	F	G	H	I
Fecha emisión	--	--	--	20-12.2011	06-09-2012	--	--	--	--
Monto Inscrito	UF 5 MM	CLP100.000 MM	UF 5 MM	UF5 MM	UF 3,5 MM	CLP 79.000 MM	UF 3,5 MM	CLP 79.000 MM	UF3,5 MM
Monto colocado	--	--	--	UF 5 MM	UF 1,5 MM	--	--	--	--
Tasa Int.									
Colocación	--	--	--	4.78%	3.78%	--	--	--	--
Plazo / Gracia (años)	7 años / 3 años	7 años/ 3 años	10 años / N/A	21 años / 10 años	5 años / N/A	5 años / N/A	7 años / 3 años	7 Años / 3 Años	21 años / 15 años
Pago de intereses	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral
Amortización	Semestral	Semestral	Al Vencimiento	Semestral	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Semestral	Semestral	Semestral
Primera Amortización	01-03-2014	01-03-2014	N/A	01-03-2022	N/A	N/A	01-03-2016	01-03-2016	01-03-2028
Vencimiento	01-09-2018	01-09-2018	01-09-2021	01-09-2032	01-09-2017	01-09-2017	01-09-2019	01-09-2019	01-09-2033
Rescate									
Anticipado	01-09-2014	01-09-2014	01-09-2015	01-09-2016	01/09/2014	01-09-2014	01-09-2014	01-09-2014	01-09-2016

Fuente: Agrosuper, SVS

### Acciones

La clasificación de acciones se limita a 'Primera Clase Nivel 4(cl)' dado que la compañía no ha realizado su proceso de apertura a la bolsa por lo tanto carece de historial bursátil.

Resumen Financiero — Agrosuper S.A.

CLP Miles	UDM				
	3-31-15	2014	2013	2012	2011
<b>Rentabilidad</b>					
EBITDA	283.677.994	278.151.655	164.473.699	99.685.252	194.685.719
EBITDAR	283.677.994	278.151.655	164.473.699	99.685.252	194.685.719
Margen de EBITDA (%)	18,9	18,7	12,7	8,5	17,4
Margen de EBITDAR (%)	18,9	18,7	12,7	8,5	17,4
Retorno del FGO/Capitalización Ajustada (%)	20,5	22,1	13,6	5,6	16,5
Margen del Flujo de Fondos Libre (%)	12,1	11,7	6,3	(6,4)	(1,7)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%)	18,8	18,7	9,3	(22,2)	14,2
<b>Coberturas (x)</b>					
FGO/Intereses Financieros Brutos	17,1	17,5	7,5	6,2	33,1
EBITDA/Intereses Financieros Brutos	20,3	17,6	7,9	9,6	29,6
EBITDAR/(Intereses Financieros + Alquileres)	20,3	17,6	7,9	9,6	29,6
EBITDA/Servicio de Deuda	11,3	1,9	1,7	0,5	0,9
EBITDAR/Servicio de Deuda	11,3	1,9	1,7	0,5	0,9
FGO/Cargos Fijos	17,1	17,5	7,5	6,2	33,1
FFL/Servicio de Deuda	7,8	1,3	1,1	(0,3)	(0,1)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes)/Servicio de Deuda	10,5	2,3	1,9	(0,0)	0,5
FGO/Inversiones de Capital	4,0	4,2	5,9	0,3	0,9
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento (x)</b>					
Deuda Total Ajustada/FGO	1,2	1,4	2,9	7,8	2,3
Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA	1,0	1,4	2,7	5,0	2,6
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA	0,8	0,9	2,3	4,4	2,0
Deuda Total Ajustada/EBITDAR	1,0	1,4	2,7	5,0	2,6
Deuda Total Ajustada Neta/EBITDAR	0,8	0,9	2,3	4,4	2,0
Costo de Financiamiento Implícito (%)	4,0	3,7	4,4	2,1	1,7
Deuda Garantizada/Deuda Total	—	—	—	—	—
Deuda Corto Plazo/Deuda Total	0,0	0,3	0,2	0,4	0,4
<b>Balance</b>					
Total Activos	1.466.495.213	1.546.020.320	1.399.734.868	1.426.699.844	1.544.479.440
Caja e Inversiones Corrientes	67.521.075	154.136.133	75.711.256	62.104.807	122.746.872
Deuda Corto Plazo	11.074.588	132.124.924	74.316.708	200.532.881	220.619.141
Deuda Largo Plazo	271.762.561	264.718.722	375.431.120	300.994.045	282.257.142
<b>Deuda Total</b>	<b>282.837.149</b>	<b>396.843.646</b>	<b>449.747.828</b>	<b>501.526.926</b>	<b>502.876.283</b>
Total Patrimonio	882.551.533	850.051.751	705.674.369	643.622.611	810.411.047
<b>Total Capital Ajustado</b>	<b>1.165.388.682</b>	<b>1.246.895.397</b>	<b>1.155.422.197</b>	<b>1.145.149.537</b>	<b>1.313.287.330</b>
<b>Flujo de Caja</b>					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	226.039.653	261.088.510	137.772.411	55.093.318	211.510.763
Variación del Capital de Trabajo	16.129.805	(31.217.201)	(38.909.921)	(18.714.283)	(102.448.057)
<b>Flujo de Caja Operativo (FCO)</b>	<b>242.169.458</b>	<b>229.871.309</b>	<b>98.862.490</b>	<b>36.379.035</b>	<b>109.062.706</b>
Flujo de Caja No Operativo/No Recurrente Total	—	—	—	—	—
Inversiones de Capital	(60.110.518)	(54.552.570)	(16.769.934)	(111.194.633)	(126.057.286)
Dividendos	(1.471.563)	(1.471.563)	—	—	(2.222.795)
<b>Flujo de Fondos Libre (FFL)</b>	<b>180.587.377</b>	<b>173.847.176</b>	<b>82.092.556</b>	<b>(74.815.598)</b>	<b>(19.217.375)</b>
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	343.578	207.008	1.311.800	384.911	(55.777.533)
Otras Inversiones, Neto	(31.584.312)	562.902	285.105	562.600	3.224.229
Variación Neta de Deuda	(163.719.031)	(94.228.148)	(70.062.803)	(14.869.416)	202.948.485
Variación Neta del Capital	—	—	—	—	—
Otros (Inversión y Financiación)	(262.428)	(1.964.061)	(20.209)	28.095.438	(32.995.883)
<b>Variación de Caja</b>	<b>(14.634.816)</b>	<b>78.424.877</b>	<b>13.606.449</b>	<b>(60.642.065)</b>	<b>98.181.923</b>
<b>Estado de Resultados</b>					
Ventas Netas	1.497.065.739	1.484.337.354	1.299.348.598	1.167.175.712	1.119.260.104
Variación de Ventas (%)	12,3	14,2	11,3	4,3	17,8
EBIT	224.677.750	219.210.653	104.643.869	33.789.714	144.082.032
Intereses Financieros Brutos	14.003.685	15.776.535	20.909.668	10.414.140	6.574.930
Alquileres	—	—	—	—	—
Resultado Neto	151.673.763	145.411.835	62.655.457	(161.447.103)	109.538.532

Fuente: Reportes de la compañía.

## Categorías de Clasificación de Largo Plazo

**Categoría AAA(cl):** 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(cl):** 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(cl):** 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(cl):** 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(cl):** 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 del capital.

**Categoría B(cl):** 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(cl):** Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con una capacidad de pago 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(cl):** Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con una capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, y que presentan incumplimiento efectivo de pago de intereses o capital, o requerimiento de quiebra en curso.

**Categoría E(cl):** Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información suficiente o no tiene información representativa para el período mínimo exigido para la clasificación, y además no existen garantías suficientes.

'+' o '-': Las clasificaciones entre AA(cl) y B(cl) pueden ser modificadas al agregar un símbolo '+' (más) o '-' (menos) para destacar sus fortalezas o debilidades dentro de cada categoría.

## Categorías de Clasificación de Corto Plazo

**Nivel 1 (N1(cl)):** 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.

**Nivel 2 (N2(cl)):** 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.

**Nivel 3 (N3(cl)):** Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con 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.

**Nivel 4 (N4(cl)):** 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 N1(cl), N2(cl), N3(cl).

**Nivel 5 (N5(cl)):** Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información representativa para el período mínimo exigido para la clasificación, y además no existen garantías suficientes.

## Categorías de Clasificación de Títulos Accionarios

**Primera Clase Nivel 1(cl):** Títulos accionarios que presentan una excelente combinación de solvencia y liquidez bursátil.

**Primera Clase Nivel 2(cl):** Títulos accionarios que presentan una muy buena combinación de solvencia y liquidez bursátil.

**Primera Clase Nivel 3(cl):** Títulos accionarios que presentan una adecuada combinación de solvencia y liquidez bursátil.

**Primera Clase Nivel 4(cl):** Títulos accionarios que presentan una aceptable combinación de solvencia y liquidez bursátil. A modo de aclaración, las acciones clasificadas en Nivel 4 corresponden a compañías que presentan un nivel de solvencia en torno al grado de inversión o una muy baja o nula liquidez bursátil. Asimismo, se clasifican en Nivel 4 aquellas acciones que por haberse comenzado a transar recientemente en Bolsa, cuentan con una historia bursátil inferior a un año.

**Segunda Clase Nivel 5(cl):** Títulos accionarios que presentan una riesgosa / inadecuada posición de solvencia.

**Categoría E(cl):** Aquellas compañías que no presentan información suficiente para evaluar su calidad crediticia.

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 Superintendencia de Valores y Seguros, 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.



**Las clasificaciones señaladas fueron solicitadas por el emisor, o en su nombre, y por lo tanto, Fitch ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de clasificación.**

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://fitchratings.com/understandingcreditratings). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://www.fitchratings.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO.

Derechos de autor © 2015 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004. Telephone: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleva a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1.000 a USD750.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10.000 y USD1.500.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.