

# Agrosuper S.A.

## Informe de Clasificación

### Clasificaciones

<b>Escala Nacional</b>	
Solvencia	AA-(cl)
Líneas de Bonos	AA-(cl)

### Perspectivas

Solvencia	Estable
Líneas de Bonos	Estable

### Resumen Financiero

#### Agrosuper S.A.

(CLP millones)	UDM 31 mar 2017	31 dic 2016
Ventas	1.665.494	1.669.703
EBITDA	306.461	305.900
Margen de EBITDA (%)	18,4	18,3
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	218.466	229.974
Flujo de Fondos Libre Caja e Inversiones	166.396	176.996
Corrientes	170.866	134.203
Deuda Total Ajustada	166.652	168.766
Deuda Total Ajustada/EBITDAR (x)	0,5	0,6
Deuda Total Ajustada /FGO (x)	0,8	0,7
EBITDAR/Intereses (x)	69,9	69,2

UDM: últimos 12 meses. x: veces.

Fuente: Reportes de Agrosuper.

### Informes Relacionados

[Compendio Outlooks 2017 Sector Corporativo Chileno \(Diciembre 29, 2016\).](#)

[Estadísticas Comparativas Empresas Chilenas – 2017 \(Junio 15, 2017\).](#)

### Analistas

Marco López  
+56 2 2499 3315  
[marco.lopez@fitchratings.com](mailto:marco.lopez@fitchratings.com)

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

### Factores Clave de las Clasificaciones

**Perfil Financiero Sólido:** La ratificación de las clasificaciones de Agrosuper S.A. (Agrosuper) se basa en su estructura de capital sólida y capacidad de generación de caja, que han implicado una reducción sostenida de la deuda financiera en los últimos 5 años. Fitch Ratings proyecta que el endeudamiento, medido como deuda financiera sobre EBITDA, se mantendría inferior a 1,0 vez (x) en el mediano plazo, de mantenerse la disciplina financiera respecto de las políticas de reparto de dividendos en los próximos períodos, así como su plan de inversiones alineado con el promedio histórico.

**Posición de Mercado Consolidada, Diversificación e Integración:** Agrosuper mantiene su posición de liderazgo en el mercado de proteína animal en todas sus líneas de negocio a nivel nacional, con marcas altamente reconocidas; una diversificación amplia de productos como pollo, cerdo, pavo, salmón y alimentos procesados; y la integración vertical en su cadena de valor desde la fabricación de alimento hasta su comercialización a través de su amplia red de distribución. Agrosuper participa en el mercado de exportación, segmento que concentró 45% de sus ingresos en 2016, siendo el cerdo y el salmón los productos más relevantes, al representar respectivamente 35% y 32% de las exportaciones totales.

**Desempeño Operacional Estable:** En los últimos 12 meses (UDM) a marzo de 2017, los ingresos de la compañía aumentaron 7,6% con respecto al mismo período de 2016. El EBITDA llegó a CLP306.461 millones y su margen a 18,4% (16,9% en el primer trimestre de 2016). En 2016 y primer trimestre de 2017, se apreció un buen desempeño operacional en los negocios de carnes y acuícola debido a las favorables condiciones de oferta que han mantenido sus precios, la estabilidad del precio del maíz y el buen control sanitario. Lo anterior se ha contrarrestado, en parte, con la disminución de volumen y la pérdida consecuente en los ingresos del negocio de pavos, afectados por un brote de gripe aviar a comienzos de 2017.

**Factores de Riesgo:** Los factores principales de riesgo provienen de la volatilidad que pudiera registrar la oferta, derivada de riesgos inherentes a la producción animal como las enfermedades o problemas sanitarios, que implicaran volatilidad en la producción o limitaciones en la comercialización de sus productos, además de potenciales restricciones en los mercados internacionales. Las clasificaciones incorporan la volatilidad en el precio de los productos y las materias primas (*commodities*) e insumos para la producción, que representan un porcentaje alto del costo de explotación. Estos riesgos podrían implicar variaciones importantes en los flujos de caja operacional que conllevarían deterioros en su perfil crediticio.

### Sensibilidad de las Clasificaciones

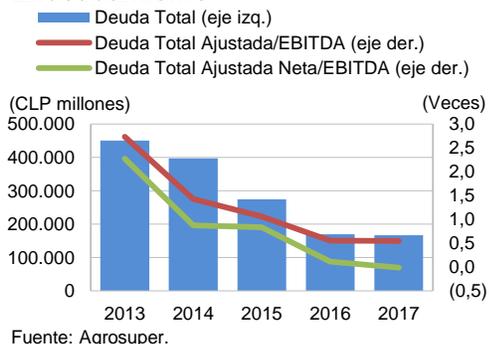
Las clasificaciones de Agrosuper podrían verse afectadas ante volatilidades en su resultado operacional o reducciones de su flujo de caja producto de inversiones mayores a las consideradas en este análisis y que implicaran un deterioro sostenido de su endeudamiento, de manera que estuviera por sobre 1,5x. Considerando el nivel de las clasificaciones de Agrosuper, Fitch no ve probables mejoras en el corto plazo.

## Perfil Financiero

### Estructura de Deuda y Liquidez

Congruente con su estrategia de reducción de deuda, esta alcanzó CLP166 mil millones a marzo de 2017, disminuyendo levemente respecto al cierre de 2016 (CLP169 mil millones) y mostrando una disminución importante frente a CLP450 mil millones de deuda registrados en 2013. Esta reducción de la deuda financiera implicó una mejora leve en su indicador de endeudamiento, medido como deuda financiera/EBITDA, que totalizó 0,5x, y deuda financiera neta/EBITDA de 0,0x en los UDM a marzo de 2017 (0,6x y 0,1x, respectivamente, al cierre de 2016).

### Deuda Total e Indicadores de Endeudamiento



A marzo de 2017, cerca de 100% de la deuda financiera fue tomada en unidades de fomento (UF); una parte de esta cuenta con cobertura de *cross currency swaps* y el resto se encuentra dolarizada a través de *forwards*. Del total, 24,2% era deuda de corto plazo (CLP40 mil millones) y el 100% estaba pactado a tasa fija, si se consideran los instrumentos de cobertura de tasa tomados por la empresa.

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 aproximadamente 80% de los costos está indexado al dólar.

En los últimos períodos la compañía ha ido aumentando su nivel de caja dada su generación de flujos alta, lo que le permite holgura para enfrentar con su propia caja las amortizaciones de deuda. El próximo vencimiento importante de deuda de Agrosuper es el bono *bullet* por CLP40 mil millones en septiembre de 2017. El nivel de caja a marzo de 2017 fue de CLP171 mil millones, cifra que cubre holgadamente sus obligaciones de corto plazo. En los últimos años, Agrosuper solo repartió dividendos, equivalentes a 30% de la utilidad, en 2015. Fitch estima que, de haber dividendos en el futuro, estos se mantendrían en niveles acotados, por lo que no anticipa que los niveles de liquidez de la compañía puedan verse afectados en el mediano plazo.

### Calendario de Amortizaciones



### Flujo de Caja e Indicadores Crediticios

En los UDM a marzo de 2017, los ingresos de la compañía aumentaron 7,6% con respecto al mismo período de 2016. Por su parte, el EBITDA llegó a CLP306.461 millones y su margen a 18,4% (16,9% en el primer trimestre de 2016). El 2016 finalizó con un crecimiento de ingresos de 11%, un aumento de 18,5% del EBITDA que alcanzó CLP306 mil millones y un margen de EBITDA

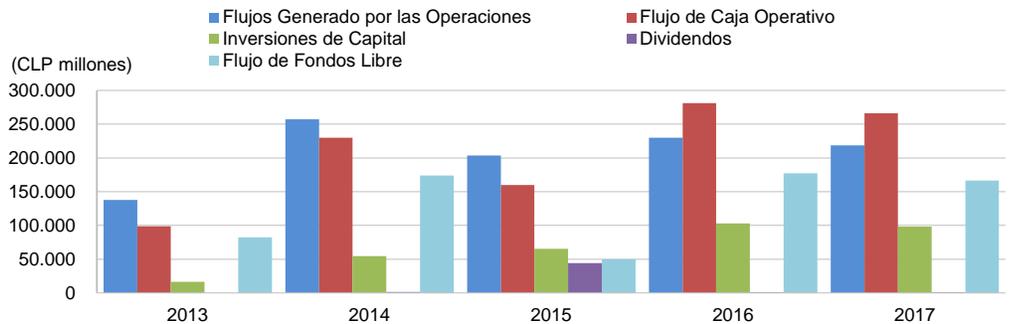
### Metodología Relacionada

Metodología de Clasificación de Empresas No-Financieras (Mayo 25, 2017).

de 18,3% (17,2% en 2015). Lo anterior se debió al resultado positivo en el segmento acuícola, que tuvo un crecimiento de 82% en los ingresos y un aumento considerable en el EBITDA, a raíz de la buena situación de precios del salmón durante 2016 y el buen control sanitario que ha mantenido la compañía. Esto se sumó a una evolución positiva en el negocio de carnes, con crecimientos de ingresos de 1%, dada la estabilidad que han mantenido sus precios y las condiciones estables en el precio del maíz.

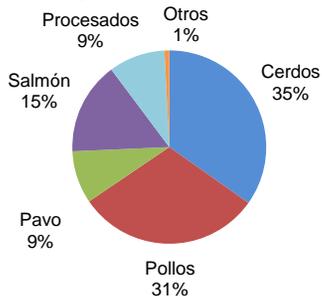
Lo anterior se ha contrarrestado, en parte, con la disminución de volumen y la consecuente pérdida en los ingresos del negocio de pavos, afectados por un brote de gripe aviar a comienzos de 2017. Para 2017, Fitch espera que el margen de EBITDA de la compañía se encuentre en torno a 17% y se evidencie una caída en los ingresos cercana a 4%, debido al efecto de valor razonable (*fair value*) en el negocio de salmones. Asimismo, estima que las inversiones en capex serán 20% mayores que en 2016 y estarán enfocadas en mejoras productivas y ambientales, principalmente en el negocio de pollos, y en aumentar su capacidad de producción a través de automatización y tecnologías en ciertos procesos. Por otro lado, se han realizado inversiones ambientales que permiten reducir las externalidades propias del proceso productivo tanto en cerdos como en pavos.

**Desempeño del Flujo de Caja**



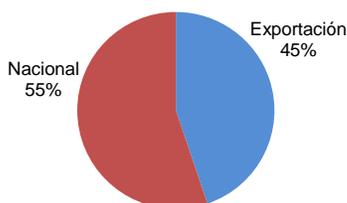
Fuente: Agrosuper.

**Composición de Ingresos por Negocio (Año 2016)**



Fuente: Agrosuper.

**Composición de Ingresos por Mercado (Año 2016)**



Fuente: Agrosuper.

**Perfil de la Empresa**

El grupo Agrosuper fue fundado en 1955. Comenzó su actividad como productor y comercializador de huevos, y siguió en 1960 con la producción y comercialización de pollos y, desde 1974, realiza el procesamiento y comercialización de carne de pollo. A partir de ese año, ha integrado a su producción otras líneas de negocio tales como cerdos (1983), salmones (1989) y pavos (1996/2011). En la actualidad, es el principal productor y comercializador de proteína animal y alimentos congelados en Chile, con ventas de CLP1.665 mil millones, un EBITDA de CLP306 mil millones y una plana de cerca de 14 mil trabajadores directos al cierre del año móvil terminado en marzo de 2017.

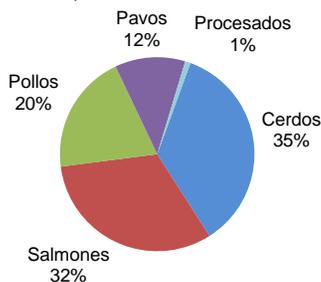
La propiedad de la compañía pertenece a Gonzalo Vial Vial, empresario agrícola reconocido, y sus hijos (Gonzalo, María del Pilar, María Cristina y María José Vial Concha). El Directorio se encuentra conformado por Gonzalo Vial Vial, Fernando Barros Tocornal, Antonio Tuset Jorraj, Canio Corbo Lioi, Verónica 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 siete veces desde el 2000, alcanzando 45% de las ventas totales en 2016. En este contexto, Agrosuper ha buscado la expansión de su capacidad productiva con el fin de abastecer una demanda importante en los mercados internacionales.

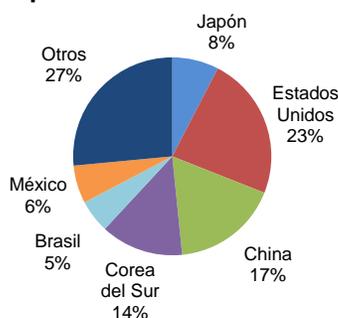
## Exportaciones por Negocio

(Año 2016)



Fuente: Agrosuper.

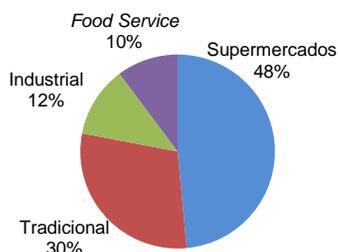
## Principales Destinos de Exportaciones



Fuente: Agrosuper.

## Composición de Ingresos

Por Canal de Distribución Nacional (Año 2016)



Fuente: Agrosuper.

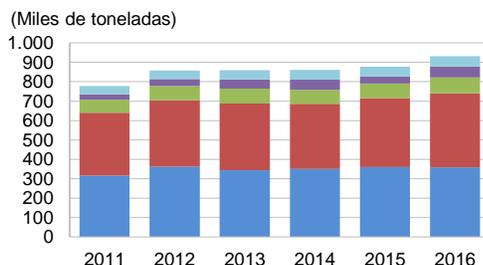
## Operaciones

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 (1.600 productos de pollo, cerdo, pavo, salmón y alimentos procesados), y una integración vertical en su cadena de valor, desde la fabricación de alimento, pasando por la producción y el procesamiento, hasta su comercialización. Para esto, al cierre de 2016, la compañía contaba con cinco plantas de alimento, 208 centros de crianza, 141 centros de producción, siete plantas de procesos y 29 centros de distribución a nivel nacional.

## Evolución de Ventas

Por toneladas

■ Cerdos ■ Pollos ■ Pavos ■ Salmones ■ Procesados

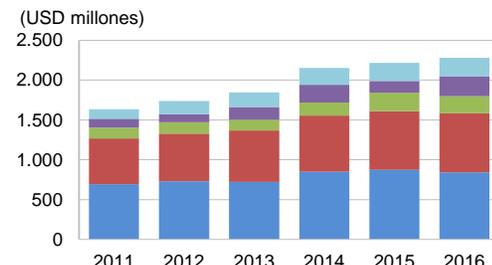


Fuente: Reportes de la compañía.

## Evolución de Ventas

Por monto

■ Cerdos ■ Pollos ■ Pavos ■ Salmones ■ Procesados



Fuente: Reportes de la compañía.

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

La empresa posee 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. Ello reduce el riesgo de contagio de enfermedades animales.

En 2016, 48% de las ventas nacionales de Agrosuper a nivel consolidado se llevaron 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, 30% de ventas realizadas a través del canal tradicional resulta relevante, si se contempla que aproximadamente 80% de los locales comerciales a los que les vende (46 mil) son atendidos por esa red.

A nivel nacional, posee una amplia red de distribución que le permite atender a 334 comunas. Para esto, la empresa cuenta con una flota subarrendada exclusiva de 429 camiones, la cual atiende a aproximadamente 57 mil locales comerciales.

En 2016, 45% de las ventas correspondieron a exportaciones, porcentaje que ha crecido a partir del 2000, cuando la compañía comenzó un fuerte plan de internacionalización. Lo anterior ha

## Evolución de Ventas Nacionales por Canal

■ Supermercados ■ Tradicional ■ Industrial ■ Food Service



Fuente: Reportes de la compañía.

significado alcanzar 333 mil toneladas de exportaciones en 2016 (292 mil toneladas en 2015), haciendo de este canal de venta 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 a los respectivos mercados. Tiene seis de estas oficinas ubicadas en Italia (2002), Estados Unidos (2003, la última en Los Ángeles en 2016), Japón (2004), México y China (2005 y 2012). Con el fin de potenciar su actividad exportadora en el mercado asiático, Agrosuper creó una filial en Shanghái, donde ya contaba con una oficina de representación.

Mediante asociaciones y alianzas estratégicas con grandes cadenas, distribuidoras y cadenas de *food service* busca comenzar la creación de cadenas de distribución importantes en el extranjero. En 2016, estas oficinas comerciales llegaron a tener 870 clientes internacionales. Por otra parte, la compañía exportó a cerca de 64 países, entre los que Estados Unidos, China, Japón, Corea del Sur, México y Brasil representaron 73% del total exportado y 44,8% del total de los ingresos.

Agrosuper posee una cartera de más de 57 mil clientes en Chile y el mundo, sin que ninguno represente por sí solo más de 9% del total de ventas. Además, la compañía cuenta con más de 6 mil proveedores en Chile y a nivel mundial.

El abastecimiento de grano de la compañía proviene principalmente del exterior. La compra nacional se produce durante los meses de cosecha (marzo a junio) de cada año. 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 de Emisores Comparables

(USD millones)	Agrosuper S.A.	BRF S.A.	JBS S.A.	Marfrig Global Foods S.A.	Minerva S.A.	Tyson Foods, Inc.
Últimos 12 meses a	Dic 2016	Dic 2016	Dic 2016	Dic 2016	Dic 2016	Oct 2016
Clasificación/Perspectiva (Escala Internacional)	-	BBB/Negativa	BB/RW Negativo	BB-/Estable	BB-/Estable	BBB/Estable
Clasificación/Perspectiva (Escala Nacional)	AA-(cl)/Estable	AAA(bra)/Estable	AA(bra)/RW Negativo	A(bra)/Estable	A(bra)/Estable	-
<b>Estadísticas Financieras</b>						
Ventas Netas	2.469	9.667	48.827	5.540	2.765	36.881
Variación de Ventas (%)	11,0	4,8	4,6	(1,1)	1,3	(10,9)
EBITDA	452	971	3.235	457	283	3.619
Margen de EBITDA (%)	18,3	10,0	6,6	8,2	10,3	9,8
Flujo de Fondos Libre (FFL)	262	(278)	(516)	(43)	(159)	1.805
Deuda Total Ajustada	253	6.292	18.390	3.633	2.140	7.727
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	201	2.142	2.871	1.620	1.043	349
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	340	402	1.266	(195)	(151)	2.625
Inversiones de Capital	(153)	(776)	(1.086)	(133)	(51)	(695)
<b>Indicadores Crediticios (veces)</b>						
EBITDA/Intereses Financieros Brutos	69,2	4,0	2,6	1,4	1,2	15,0
Deuda Total Ajustada Neta/EBITDAR	0,1	3,7	4,4	3,9	3,6	1,9
Deuda Total Ajustada/EBITDAR	0,6	5,6	5,2	7,1	7,0	2,0
FGO/Intereses Financieros Brutos	52,7	2,4	1,9	0,3	0,2	11,8
RW: Rating Watch.						
Fuente: Fitch.						

## Exposición al Tipo de Cambio (FX Screener)

Para Agrosuper, a marzo de 2017, una porción importante de los ingresos provenía de exportaciones (45%) y cerca de 80% de los costos estaba indexado al dólar. Cabe destacar que, a esa fecha, cerca de 90% de los ingresos en el mercado nacional se encontraba vinculado a precios internacionales en dólares, por lo que no había un descalce considerando los ingresos y costos. Asumiendo esto y considerando que, a diciembre de 2016 y marzo de 2017, la compañía

**Historial de Clasificación:**

**Líneas de Bonos**

Fecha	Clasificación/Perspectiva
21 jun 2017	AA-(cl)/Estable
23 jun 2016	AA-(cl)/Estable
25 jun 2015	A+(cl)/Estable
30 jun 2014	A+(cl)/Estable
1 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

RW: Rating Watch.  
Fuente: Fitch.

no presentó deuda suscrita en dólares (solo pesos chilenos y UF) y la deuda tiene cobertura de *cross currency swaps*, un escenario de devaluación de 20% no implicaría un cambio en el indicador de endeudamiento bruto y neto de la compañía.

**Características de los Instrumentos**

**Líneas de Bonos**

Las líneas de bonos No. 678 y No. 679 se encuentran inscritas 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, las series A, B, C, G y H, con cargo a la línea No. 678, se encuentran con plazo de colocación vencido. Actualmente, solo las series D y E se están colocadas y las series F e I se encuentran inscritas y no 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. A la fecha, estas líneas no tienen colocaciones vigentes a su cargo.

**Garantías y Covenants:** Las emisiones con cargo a estas líneas cuentan con aval de las filiales Agrosuper Comercializadora de Alimentos Ltda. y Agrícola Super Ltda. Las emisiones tienen como *covenant* financiero no superar un endeudamiento de 1,0x, medido como obligaciones financieras netas de caja/patrimonio.

**Emisiones Colocadas Vigentes**

**Líneas y Series**

Línea No.	678	679
Serie	Serie E	Serie D
Plazo de Línea	10 años	30 años
Monto Aprobado	UF8,5 millones	UF8,5 millones
Plazo de Emisión	5 años	21 años
Monto Colocado (Millones de UF)	1,5	5
Fecha de Colocación	Sep 2012	Dic 2011
Tasa de Interés Anual (%)	3,5	3,8
Amortización	Al vencimiento	Semestral
Primera	-	Mar 2022
Última	Sep 2017	Sep 2032
Rescate Anticipado	Sep 2014	Sep 2016

UF: unidad de fomento.

Fuente: Agrosuper S.A. y Superintendencia de Valores y Seguros.

**Supuestos Clave de la Proyección**

Estos incluyen:

- crecimiento negativo de los ingresos en 2017 y crecimiento en torno al 3% en 2018;
- a nivel consolidado, el margen EBITDA estará en torno a 15% en el mediano plazo;
- para 2017, el capex estimado será 20% mayor que en 2016;
- retiros de dividendos de 30% sobre la utilidad del ejercicio. En 2017 no se realizarán repartos.

**Agrosuper S.A.**

(CLP miles)	Histórico		Proyecciones de Fitch		
	31 dic 2015	31 dic 2016	31 dic 2017	31 dic 2018	31 dic 2019
<b>Resumen de Estado de Resultados</b>					
Ingresos Netos	1.503.869.108	1.669.702.546	1.605.759.634	1.659.156.537	1.709.968.853
Crecimiento de Ingresos (%)	1,3	11,0	(3,8)	3,3	3,1
EBITDA Operativo	258.148.718	305.900.363	279.251.861	262.797.885	267.380.135
Margen de EBITDA Operativo (%)	17,2	18,3	17,4	15,8	15,6
EBITDAR Operativo	258.148.718	305.900.363	279.251.861	262.797.885	267.380.135
Margen de EBITDAR Operativo (%)	17,2	18,3	17,4	15,8	15,6
EBIT Operativo	200.920.536	241.868.358	211.259.201	193.794.169	197.080.029
Margen de EBIT Operativo (%)	13,4	14,5	13,2	11,7	11,5
Intereses Financieros Brutos	(9.967.744)	(4.115.469)	(6.600.345)	(5.807.745)	(5.807.745)
Resultado antes de Impuestos	150.222.459	224.906.796	204.658.856	187.986.424	191.272.283
<b>Resumen de Balance General</b>					
Efectivo Disponible	58.913.497	134.202.537	115.260.665	179.294.976	248.144.288
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	273.557.005	168.765.894	121.500.943	121.500.943	121.500.943
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	273.557.005	168.765.894	121.500.943	121.500.943	121.500.943
Deuda Neta	214.643.508	34.563.357	6.240.278	(57.794.033)	(126.643.345)
<b>Resumen de Flujo de Caja</b>					
EBITDA Operativo	258.148.718	305.900.363	279.251.861	262.797.885	267.380.135
Dividendos Recurrentes de Compañías Asociadas Menos Distribuciones a Participaciones Minoritarias	2.271	1.256	0	0	0
Intereses Pagados en Efectivo	(9.957.385)	(4.419.106)	(6.600.345)	(5.807.745)	(5.807.745)
Costo de Financiamiento Implícito (%)	3,0	2,0	4,5	4,8	4,8
Interés Efectivo Recibido	1.700.238	1.330.830	0	0	0
Impuestos Pagados en Efectivo	(48.451.436)	(56.111.092)	(52.188.008)	(50.756.335)	(51.643.517)
Otros Conceptos antes de Flujo Generado por las Operaciones	2.271.398	(16.728.099)	0	0	0
Flujo Generado por la Operaciones (FGO)	203.713.804	229.974.152	220.463.508	206.233.806	209.928.873
Margen de FGO (%)	13,5	13,8	13,7	12,4	12,3
Variación del Capital de Trabajo	(43.952.063)	51.132.119	(82.934.196)	(16.914.240)	(16.095.534)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	159.761.741	281.106.271	137.529.312	189.319.566	193.833.339
Flujo de Caja No Operativo/No Recurrente Total	(65.324.985)	(103.204.796)			
Inversiones de Capital (Capex)					
Intensidad de Capital (Capex/Ingresos) (%)	4,3	6,2			
Dividendos Comunes	(44.309.870)	(905.338)			
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	1.302.291	7.546.283			
Capex, Dividendos, Adquisiciones y Otros Conceptos antes de Flujo de Fondos Libre	(108.332.564)	(96.563.851)	(114.967.000)	(125.285.254)	(124.984.027)
Flujo de Fondos Libre después de Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos	51.429.177	184.542.420	22.562.312	64.034.312	68.849.312
Margen del Flujo de Fondos Libre (después de Adquisiciones Netas) (%)	3,4	11,1	1,4	3,9	4,0
Otros Flujos de Inversiones y Financiamientos	(4.084.703)	6.882.256	0	0	0
Variación Neta de Deuda	(142.567.110)	(116.135.636)	(41.504.184)	0	0
Variación Neta de Capital			0	0	0
Variación de Caja y Equivalentes	(95.222.636)	75.289.040	(18.941.872)	64.034.312	68.849.312
<b>Razones de Cobertura (Veces)</b>					
FGO/Intereses Financieros Brutos	21,3	52,7	34,4	36,5	37,1
FGO/Cargos Fijos	21,3	52,7	34,4	36,5	37,1
EBITDAR Operativo/Intereses Financieros Brutos + Alquileres <sup>a</sup>	25,9	69,2	42,3	45,3	46,0
EBITDA Operativo/Intereses Financieros Brutos <sup>a</sup>	25,9	69,2	42,3	45,3	46,0
<b>Razones de Apalancamiento (Veces)</b>					
Deuda Total Ajustada/EBITDAR Operativo <sup>a</sup>	1,1	0,6	0,4	0,5	0,5
Deuda Total Ajustada Neta/EBITDAR Operativo <sup>a</sup>	0,8	0,1	0,0	(0,2)	(0,5)
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo <sup>a</sup>	1,1	0,6	0,4	0,5	0,5
Deuda Ajustada respecto al FGO	1,3	0,7	0,5	0,6	0,6
Deuda Neta Ajustada respecto al FGO	1,0	0,1	0,0	(0,3)	(0,6)

<sup>a</sup> EBITDA/R después de dividendos de compañías asociadas menos distribuciones a participaciones minoritarias.

**Cómo Interpretar las Proyecciones Presentadas**

Las proyecciones presentadas se basan en el caso base proyectado y producido internamente de manera conservadora por la agencia. No representa la proyección del emisor. Las proyecciones incluidas son solamente un componente que Fitch utiliza para asignar una clasificación o determinar una Perspectiva, además de que la información en las mismas refleja elementos materiales, pero no exhaustivos de los supuestos de clasificación de Fitch sobre el desempeño financiero del emisor. Como tal, no puede utilizarse para determinar una clasificación y no debería ser el fundamento para tal propósito. Las proyecciones se construyen usando una herramienta de proyección propia de Fitch que emplea los supuestos propios de la clasificadora relacionados con el desempeño operativo y financiero, los cuales no necesariamente reflejan las proyecciones que usted haría. Las definiciones propias de Fitch de términos como EBITDA, deuda o flujo de caja libre pueden diferir de las suyas. La agencia podría tener acceso, en determinadas ocasiones, a información confidencial sobre ciertos elementos de los planes futuros del emisor. Algunos elementos de dicha información pueden ser omitidos de esta proyección, incluso a pesar de ser incluidos en la deliberación de Fitch, si la agencia, a discreción propia, considera que los datos pueden ser potencialmente sensibles desde el punto de vista comercial, legal o regulatorio. La proyección (así como la totalidad de este reporte) se produce estando sujeta estrictamente a las limitaciones de responsabilidad. Fuente: Informes de la empresa y Fitch.

### 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(cl) 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(cl) 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 CLASIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE [HTTPS://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](https://fitchratings.com/understandingcreditratings). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CLASIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CLASIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://WWW.FITCHRATINGS.COM). LAS CLASIFICACIONES 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. FITCH PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CLASIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CLASIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FITCH.

Derechos de autor © 2017 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004. Teléfono: 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 clasificaciones, así como en la realización de otros informes (incluyendo información prospectiva), 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 clasificación, y obtiene verificaciones razonables 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 lleve 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 clasificada 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 clasificaciones e informes 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 clasificación o un informe 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 clasificaciones y sus informes, 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 clasificaciones y las proyecciones de información financiera y de otro tipo 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 clasificaciones y proyecciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmo una clasificación o una proyección.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo, y Fitch no representa o garantiza que el informe o cualquiera de sus contenidos cumplirán alguno de los requerimientos de un destinatario del informe. Una clasificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión y los informes realizados por Fitch se basan en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las clasificaciones y los informes son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por una clasificación o un informe. La clasificación 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 clasificación 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 clasificaciones pueden ser modificadas o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las clasificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las clasificaciones 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 clasificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1,000 a USD750,000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch clasificará 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 clasificación 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.

Solamente para Australia, Nueva Zelanda, Taiwán y Corea del Norte: Fitch Australia Pty Ltd tiene una licencia australiana de servicios financieros (licencia no. 337123) que le autoriza a proveer clasificaciones crediticias solamente a "clientes mayoristas". La información de clasificaciones crediticias publicada por Fitch no tiene el fin de ser utilizada por personas que sean "clientes minoristas" según la definición de la "Corporations Act 2001".