

Puerto Ventanas S.A.

Análisis de Riesgo

Clasificaciones

Escala Internacional	
IDR* (ME*)	N/A
IDR* (ML*)	N/A
Bonos Internacionales	N/A
Escala Nacional	
Solvencia	A+(cl)
Líneas de Bonos	N/A
Línea de Efectos de Comercio	N/A
Acciones	Nivel 3(cl)

Outlook Estable

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

Resumen Financiero

Puerto Ventanas S.A.

(USD millones)	UDM 31 Mar 2016	31 dic 2015
Ventas	130	132
EBITDA	40	43
Margen de EBITDA (%)	31,1	32,9
Flujo Generado por las Operaciones	28	36
Flujo de Caja Libre	-14	-4
Caja e Inversiones Corrientes	7	9
Deuda Total Ajustada	52	53
Deuda Total Ajustada / EBITDAR (x)	1,3	1,2
Deuda Total Ajustada / FGO (x)	1,8	1,4
EBITDAR/Intereses + Arriendos (x)	35,7	36,2

Fuente: Ventanas.

Informes Relacionados

[Chilean Corporates Credit Indicators - First Quarter 2016 \(Junio 14, 2016\)](#)

[Estadísticas Comparativas Empresas Chilenas \(Junio 1, 2016\)](#)

[Chilean Corporates Dashboard First-Half 2016 \(Junio 1, 2016\)](#)

Analistas

Rodolfo Schmauk
 +56 2 2499 3341
rodolfo.schmauk@fitchratings.com

Francisco Mercadal
 +56 2 2499 3340
francisco.mercadal@fitchratings.com

Factores Clave de las Clasificaciones

Perfil Crediticio Adecuado: Las clasificaciones de Puerto Ventanas S.A. (Ventanas) se fundamentan en su importante posición en el negocio portuario y del transporte de carga ferroviaria a través de su filial Ferrocarril del Pacífico S.A. (Fepasa). El perfil crediticio de Ventanas incorpora positivamente la estabilidad de sus flujos operativos asociados, en gran parte, a contratos de largo plazo, sumado a un nivel de endeudamiento bajo que se ubicó en 1,3 vez (x) en los últimos 12 meses (UDM) a marzo de 2016. La solidez de su grupo controlador Sigdo Koppers S.A., clasificado en escala nacional por Fitch Ratings en 'A+(cl)', se considera un elemento favorable en el análisis.

Outlook Estable: Fitch incorpora la expectativa de que la compañía mantendrá un endeudamiento en torno a 2,0 veces (x) en el mediano plazo, con un *peak* de endeudamiento de 2,6x al cierre de 2016, alcanzando una deuda aproximada de USD110 millones. Este incremento de deuda financiará proyectos de mejoramiento de bodegas e instalaciones que la compañía espera llevar a cabo entre 2016 y 2017, obras que mejorarán los procesos y eficiencias del puerto.

Estructura de Contratos a Largo Plazo: Ventanas posee contratos de largo plazo con importantes compañías mineras, eléctricas, químicas e industriales del país, que le permiten alcanzar una generación de flujo operacional estable. Los contratos con clientes del puerto cuentan con plazos de entre 10 y 30 años. Existe también una menor proporción de contratos que presentan cláusulas de *take or pay* por arriendo de instalaciones y su administración, y por el tonelaje transportado con valores mínimos por volumen, así como indexaciones de precios que consideran variaciones de tipo de cambio e inflación.

Mayor Endeudamiento Esperado: Al cierre de 2016, se proyecta que la compañía incremente su nivel de deuda para financiar su plan de inversiones 2015–2017, que alcanzará un indicador deuda / EBITDA de 2,6x, valor ajustado para su nivel de clasificación. A pesar de este mayor endeudamiento, la mejora en el flujo operacional esperada derivada de las nuevas inversiones implicaría una reducción gradual de su endeudamiento en el mediano plazo.

Concentración de Clientes: Las clasificaciones de Ventanas se ven limitadas al considerar su capacidad de crecimiento acotada y diversificación de la actividad portuaria en su actual ubicación; la concentración importante de clientes que posee junto con los mayores riesgos asociados al negocio de transporte de carga, el cual enfrenta desafíos de eficiencia operacional y una competencia mayor.

Títulos Accionarios: La clasificación de acciones en 'Primera Clase Nivel 3(cl)' se apoya en la consolidada historia de Ventanas transando en bolsa, la dispersión apropiada de su propiedad y el tamaño bursátil adecuado, mientras que se restringe por la liquidez baja de sus títulos. No obstante, la compañía mantiene un contrato de *market maker* que favorece su liquidez bursátil.

Sensibilidad de las Clasificaciones

La clasificación de la compañía podría afectarse ante la evidencia de uno o más de los siguientes factores: crecimientos inorgánicos; deterioros operacionales o pérdidas de contratos con sus principales clientes; inversiones adicionales a las proyectadas y mayores dividendos, que solos o en su conjunto, involucren un aumento sostenido de su nivel de endeudamiento en el mediano plazo por sobre las 2,5x.

Un alza en la clasificación de la compañía se ve poco probable en el corto plazo debido al mayor endeudamiento esperado para Ventanas, en línea con su plan de inversión.

Perfil Financiero

Estructura de Deuda y Liquidez

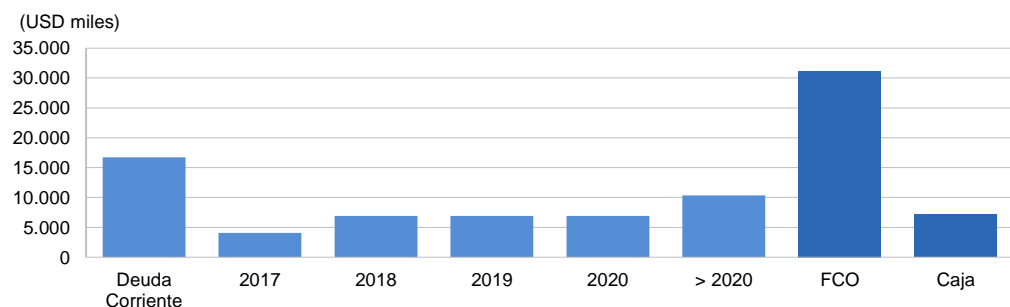
A marzo de 2016, la compañía registraba una deuda financiera total de USD52 millones, de los cuales 98,7% correspondían a créditos bancarios, 1,3% a arrendamientos financieros y un 0,5% a derivados de cobertura. Ventanas posee una estructura de deuda y un plan de amortizaciones holgado que le otorgan relativa comodidad en el pago de sus obligaciones, gracias al refinanciamiento de USD30 millones de su deuda (crédito Banco Estado) a un plazo de 7 años, con 2 de gracia. De esta forma, el perfil de vencimientos muestra USD4 millones en 2017, USD7 millones en 2018 y USD7 millones en 2019.

Por otro lado, en 2015 la compañía cerró un crédito bancario por USD48 millones a 7 años plazo con 2 años de gracia (a desembolsarse en 2016), destinado a financiar gran parte del plan de inversiones para los años 2016 y 2017. Este plan de inversiones alcanza USD56 millones y consiste en la construcción de una bodega de 46 mil toneladas para concentrado de cobre e inversiones en el mejoramiento de las instalaciones del Sitio de Embarque No. 3, buscando así generar mayores eficiencias en su operación.

La filial Fepasa mantiene un contrato a largo plazo para uso de la vía férrea con Empresa de los Ferrocarriles del Estado (EFE), que le significa pagos mínimos anuales más costos variables. Al ajustar el indicador de endeudamiento, considerando estas obligaciones como deuda fuera de balance, resulta en que el indicador de deuda ajustada/EBITDAR de Ventanas a nivel consolidado estaría 0,2x por sobre el indicador sin ajuste.

La compañía cuenta con un nivel de caja y equivalentes que asciende a USD7 millones a marzo de 2016, recursos que cubren 0,4x la deuda corriente. La deuda de corto plazo corresponde principalmente a obligaciones de su filial Fepasa, y que se espera sean refinanciadas en el corto plazo.

Calendario de Amortizaciones

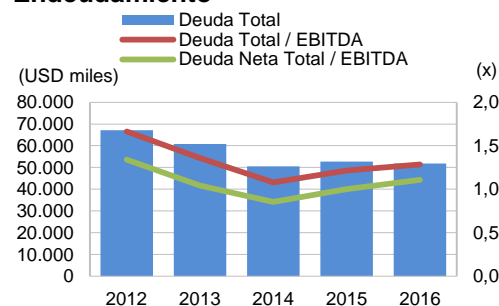


Fuente: Ventanas.

Flujo de Caja e Indicadores Crediticios

Al cierre del año móvil a marzo de 2016, los ingresos consolidados de Ventanas se mantenían estables, con ventas consolidadas por USD130 millones y un EBITDA de USD40 millones, frente a USD132 millones y USD43 millones, respectivamente al cierre de 2015.

Deuda Total e Indicadores de Endeudamiento



Fuente: Ventanas.

Metodologías Relacionadas

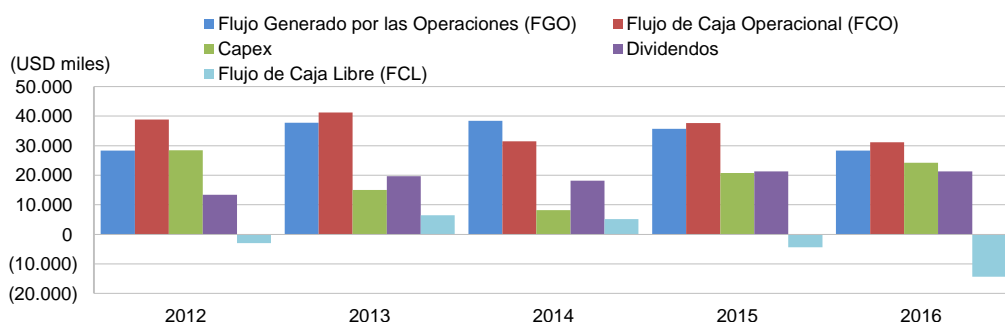
- Metodología de Clasificación de Empresas no Financieras (Junio 1, 2015)
- Vínculo de Clasificación entre Matriz y Subsidiaria (Junio 1, 2015)
- Metodología de Clasificación de Acciones en Chile (Junio 1, 2015)

En el período de 12 meses a marzo de 2016, las cargas transferidas de la compañía mostraron una disminución de 7,2%. Lo anterior se debió principalmente a la menor transferencia de carbón a un cliente del rubro eléctrico, dada la sobre existencia mantenida desde el 2015 que afectó el primer trimestre de 2016. Para el cierre de este año, Fitch espera que el volumen movilizado total del puerto mantenga los niveles registrados en 2015, considerando que la compañía no incrementará su capacidad en 2016.

Fepasa, filial que representa un 24% de la deuda y un 20% del EBITDA consolidado de la compañía, muestra incrementos de un dígito en sus ingresos producto de mayores eficiencias en tarifas de transportes, exhibiendo un margen EBITDA de 10% y un indicador de endeudamiento de 1,3x en 2015.

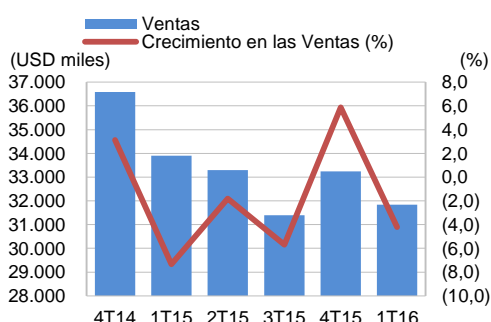
La compañía posee una política de dividendos de 30% sobre la utilidad líquida consolidada de cada ejercicio. Sin embargo, desde 2012 la empresa ha repartido el 80% de la utilidad del ejercicio. A nivel consolidado, los dividendos de Ventanas en el año móvil terminado en marzo 2016 alcanzaron USD21 millones. Fitch asume en su escenario base que la compañía mantendría dividendos equivalentes al 80% de la utilidad en los próximos períodos. Por su parte, Fepasa modificó recientemente su política de reparto de dividendos a 50% de la utilidad de su ejercicio desde el 30%.

Desempeño del Flujo de Caja



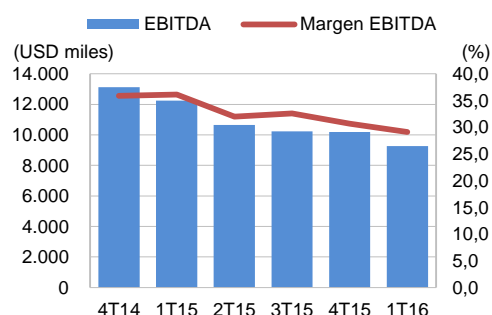
Fuente: Ventanas.

Tendencia de los Ingresos



Fuente: Puerto Ventanas.

Tendencia del EBITDA

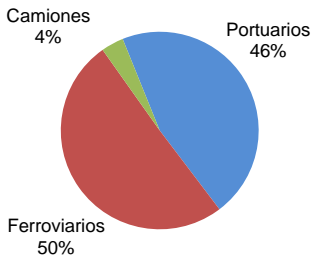


Fuente: Puerto Ventanas.

Perfil de la Empresa

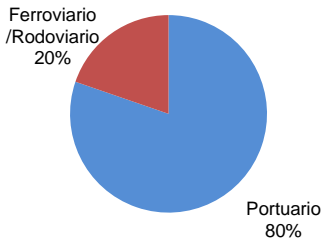
Puerto Ventanas S.A. participa en el negocio portuario realizando embarques y desembarques de carga en sus instalaciones situadas junto a la localidad de Ventanas, V Región, donde cuenta con un muelle multipropósito. Además, posee un 51,8% de Fepasa, empresa de transporte ferroviario y camiones que complementa su negocio principal. La sociedad es controlada por el grupo Sigdo Koppers con un 50% de la propiedad.

Composición de los Ingresos
(UDM al 31 de marzo de 2016)



Fuente: Ventanas.

Composición del EBITDA
(UDM al 31 de marzo de 2016)



Fuente: Ventanas.

Estrategia

La estrategia de la compañía es aprovechar las ventajas que otorga la flexibilidad del puerto, esto es, incrementar los niveles de eficiencia y efectuar inversiones de acuerdo a las necesidades de los clientes actuales y futuros, con los cuales posee contratos de largo plazo, con tarifas indexadas en polinomios que consideran las variables más relevantes. Además, mediante su filial Fepasa, la compañía integra el servicio de transporte de carga, vía tren y camión, a su oferta logística.

Operaciones

Ventanas es el principal puerto privado de la región central del país. En 2015 alcanzó un 17,6% de participación de mercado en la carga movilizada en la V Región. Posee liderazgo en la transferencia de granel sólido, transportando 61,1% de la carga, 24,9% de granel líquido y 9,6% de la carga fraccionada de los puertos de esa región.

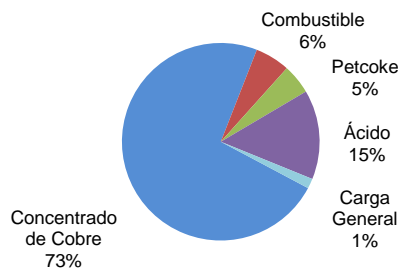
El puerto se encuentra ubicado en la bahía de Quintero, Región de Valparaíso. Posee espacios de acopio e instalaciones que le otorgan grandes ventajas comparativas, convirtiéndolo en el mayor puerto granelero privado de la zona. Cuenta con un servicio de muellaje que permite rendimientos de carga y descarga según los productos, de más de 18 mil toneladas diarias. Permanece habilitado para la entrada y salida de naves durante las 24 horas del día. Los servicios portuarios que ofrece la compañía son la estiba y desestiba de cargas, el almacenaje, la atención y agenciamiento de naves, y el servicio de remolcadores.

Situado a 132 kilómetros de Santiago, posee una ubicación estratégica para los exportadores y aquellos clientes que transportan sus productos desde y hacia los centros de producción y consumo, contando para ello con vías camineras expeditas a su alrededor y con un terminal ferroviario al interior de sus instalaciones. Es el puerto más cercano a la ciudad de Mendoza, distante a 320 kilómetros.

El puerto tiene cuatro sitios de atraque con los mayores calados de la zona central del país, con capacidad para recibir y atender naves de hasta 70 mil toneladas y con calados máximos de 14,3 metros (46,91 pies). Ventanas cuenta con un recinto de depósito para graneles limpios (6 mil metros cuadrados, 45 mil toneladas), bodegas para carga general (4.188 metros cuadrados, 10 mil toneladas), y amplios patios de acopio para todo tipo de carga. En total, el puerto cuenta con 218 hectáreas, de las cuales 65% (142 hectáreas) están disponibles para nuevos negocios.

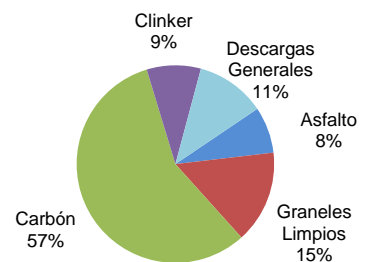
La disponibilidad de sitios de atraque, el mayor calado de estos y la cercanía a centros de consumo, representan las principales ventajas respecto de otros puertos de la zona, trayendo consigo economías de escala que permiten reducir sus costos unitarios de cargas movilizadas. A lo anterior se suma la inexistencia de problemas de embacamiento, la velocidad de estiba y desestiba, y las amplias áreas y bodegas de acopio y almacenamiento.

Embarques
(2015)



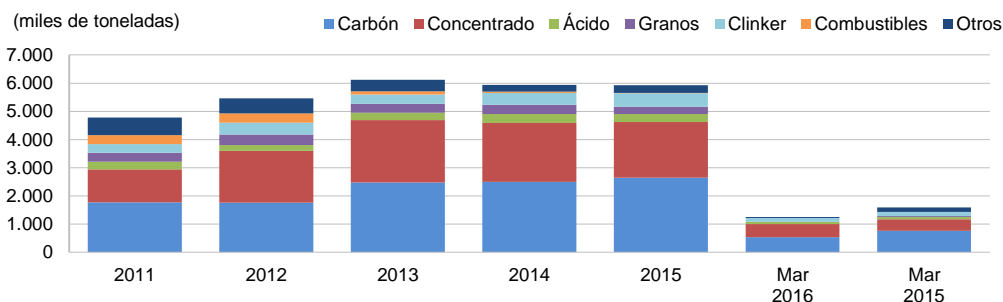
Fuente: Ventanas.

Desembarques
(2015)



Fuente: Ventanas.

Carga Movilizada por Puerto Ventanas



Fuente: Reportes de Ventanas.

En 2015, el 91,7% de la carga movilizada fue granel sólido (principalmente carbón y concentrado de cobre), 6,6% corresponde a combustibles (granel líquido) y el 1,6% restante a carga fraccionada.

Clientes

Ventanas posee contratos a largo plazo con empresas importantes de la economía nacional. Dentro de sus principales clientes, que representan cerca del 70% de las ventas consolidadas, destacan Celulosa Arauco y Constitución S.A. (Arauco) como cliente de Fepasa; Corporación Nacional del Cobre de Chile (Codelco) y Aes Gener S.A, como clientes del puerto.

Estos contratos consideran polinomios indexados a variables relevantes, como tipo de cambio, precio de diésel e inflación, lo que implica que los márgenes de la compañía no se vean mayormente afectados por el dinamismo de la economía. Si bien las variaciones de volúmenes de venta podrían afectar la incidencia de los costos fijos sobre el margen de explotación, Ventanas posee parte de sus contratos con la modalidad *take or pay*, con lo que se protege de dichas variaciones.

Principales Clientes de Ventanas con Contratos de Largo Plazo

Cliente	Productos	Duración de Contrato	Inicio/Término
Melón	Clinker	26 años	Jul 1995/Jul 2021
Codelco			
Ventanas	Ácido Sulfúrico	23 años	Mar 1998/Mar 2021
Andina	Concentrado de Cobre	30 años	Jul 1994/Jul 2024
Anglo American	Concentrado de Cobre	25 años	Ene 2011/Ene 2036
Enap Refinerías	Carbón de Petróleo	20 años	Ene 2008/Ene 2028
Asfaltos Conosur	Asfalto	30 años	Sep 2002/Sep 2032
AES Gener			
AES I	Carbón	Indefinido	Ene 2004
AES III	Carbón	11 años	Ene 2010/Ene 2021
Importadora de Granos G9	Granos	Anual/Renovable	-

Fuente: Ventanas.

Ferrocarril del Pacífico S.A. (Fepasa)

Fepasa, filial de puerto ventanas desde el 2003, es la principal compañía de transporte de carga ferroviaria del país, atendiendo a empresas relevantes de la economía nacional a través de contratos de largo plazo. Su actividad se centra en cargas de importación y exportación que se mueven entre los puertos y los centros de consumo.

La compañía opera en la zona centro-sur de Chile, en 1.722 kilómetros de líneas férreas que van desde La Calera hasta Puerto Montt, teniendo acceso a los puertos Ventanas, Valparaíso, San Antonio, Lirquén, Coronel, Penco y Talcahuano, entre otros. Posee 68 locomotoras operativas, de las cuales utiliza 46 en ruta y las 22 restantes en patios de maniobra.

Dentro de la composición de sus ingresos destacan los productos forestales tales como celulosa, y madera de rollizo y troza, con un 47% de las toneladas-kilómetros transportados en 2015; el sector minería, principalmente concentrado de cobre y cobre metálico, representó 21% de las toneladas-kilómetros transportados, y residuos sólidos y graneles un 8% y 4% de las toneladas-kilómetros, respectivamente. Sus principales clientes son Anglo American, Enaex S.A., Codelco, KDM, Compañía Cervecerías Unidas S.A. y Empresas Carozzi S.A., entre otros.

En 2015 Fepasa transportó 7 millones de toneladas (7,2 millones de toneladas en 2014) y 1.212 millones de toneladas-kilómetros (1.256 millones de toneladas-kilómetros en 2014), registrando disminuciones de -2,8% y -3,5% en comparación al 2014, respectivamente. Lo anterior se explica debido a un transporte menor de carga variable del sector agrícola e industrial.

Clientes Fepasa	Producto Transportado
Agunsa	Contenedores
Anglo American	Cobre Metálico
Aserradores Arauco	Madera
Bosques Arauco	Trozos Forestales
Celulosa Arauco	Celulosa
Cervecera CCU	Arroz, Cebada y Malta a Granel
Codelco División Andina	Concentrado de Cobre
Codelco División Teniente	Ánodos, Cátodos y Cobre Refinado
Comercial Catamutún	Carboncillo
Cía. Siderúrgica Huachipato	Acero y Servicios Ferroviarios
Consorcio Maderero	Trozos Forestales
Empresas Carozzi	Contenedores y Granos
Enaex	Nitrato de Amonio vía Camión
Comercial e Industrial Erco	Contenedores
Ewos	Alimento para Salmón
Iansagro	Azúcar, Coseta, Caliza y Contenedores
KDM	Residuos Sólidos Domiciliarios y/o Líquidos
Melón	Cemento (Granel y Bolsas)
Merco Express	Maíz, Trigo y Soya
Molinera San Cristóbal	Trigo
SAAM	Contenedores
Sitrans	Contenedores
Sodimac	Contenedores

Fuente: Ventanas.

Dentro de los hitos de 2015, destaca el acuerdo con CAP Acero para el transporte y distribución de productos de acero hacia la Región Metropolitana, y la adjudicación de las licitaciones para el transporte de nitrato de amonio para clientes Enaex y para el transporte forestal en ferrocarril hacia la planta CMPC Nacimiento de Forestal Mininco.

Además, la compañía posee importantes contratos con Arauco para el transporte de productos forestales desde las plantas Constitución, Mariquina y Nueva Aldea hasta el 2019; con Codelco Teniente para el transporte y administración de *stock* de cobre a 7 años plazo; y con Anglo American para el transporte de concentrado de cobre desde la planta las Tórtolas hacia Puerto Ventanas, desde julio de 2012, por un período de 10 años.

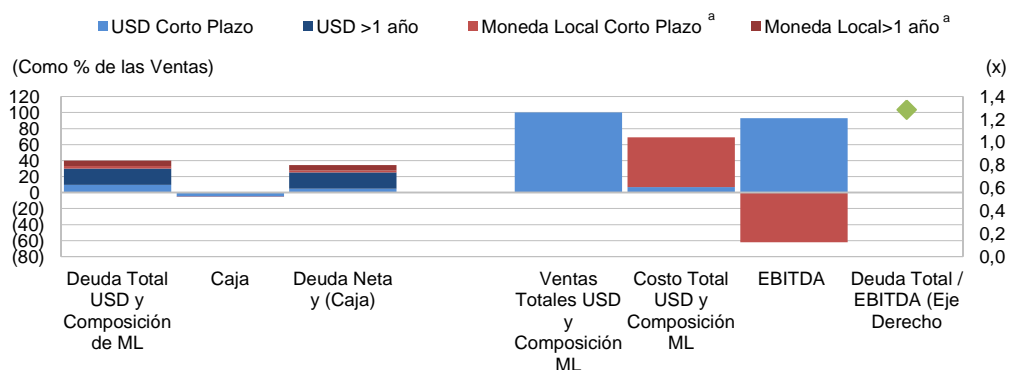
A partir de 2010, buscando diversificar su línea de negocio hacia la carga directa por medio de camiones, Fepasa crea la filial Transportes Fepasa S.A., de la cual es dueña del 99,9%. Esta empresa cuenta con 27 tractocamiones destinados principalmente a un contrato con Enaex desde 2011, que consiste en transportar 120 mil toneladas de nitrato de amonio, equivalentes a USD3,5 millones en ventas.

Fepasa mantiene un contrato con EFE hasta el 2024 para el uso de las líneas de ferrocarril.

FX Screener

Fitch FX Screener

(Puerto Ventanas — (A+(c))/Outlook Estable, Marzo 31, 2016)



^aMoneda Local representada como equivalente en USD.
Fuente: Fitch.

Este gráfico ilustra el riesgo de exposición a fluctuaciones del tipo de cambio que enfrenta Ventanas. Fitch realiza estimaciones sobre el desglose entre moneda extranjera (ME) y moneda local (ML) de la deuda, las ventas y los costos operacionales, basado en información proporcionada por la compañía. El análisis ilustra las proporciones relativas en lugar de cifras específicas, reconociendo así las limitaciones que existen para un cálculo más exacto del desglose de monedas para un determinado ejercicio.

La exposición de los resultados de Puerto Ventanas a la fluctuación del tipo de cambio se considera media, debido a que el 100% de sus ingresos se encuentra indexado al dólar, mientras que alrededor de un 90% de los costos directos están denominados en ML. El 75% de la deuda y el 88% de la caja de Ventanas consolidado están denominadas en dólares. Dado el escenario crediticio que presenta la compañía al 31 de marzo de 2016, una depreciación del 10% del peso chileno mejoraría el indicador de endeudamiento, medido como deuda financiera / EBITDA en 0,2x. Cabe destacar que la compañía utiliza derivados para cubrir potenciales descalces de tipo de cambio.

Características de los Instrumentos

Acciones

La clasificación de los títulos accionarios de Ventanas se apoya en su consolidada historia transando en bolsa, la dispersión de su propiedad y el tamaño bursátil adecuado, mientras que se restringe por su liquidez nula. A julio de 2016, la compañía muestra una capitalización bursátil de USD310 millones y una presencia bursátil de 3,9%. La compañía mantiene un contrato de *market maker* que favorece la liquidez bursátil.

Historial de Clasificación:

Fecha	Clasificación
15-jul-2015	1ª Clase Nivel 3(c)
23-jul-2014	1ª Clase Nivel 3(c)
25-oct-2013	1ª Clase Nivel 3(c)
26-oct-2012	1ª Clase Nivel 3(c)
28-oct-2011	1ª Clase Nivel 3(c)
03-nov-2010	1ª Clase Nivel 3(c)
06-nov-2009	1ª Clase Nivel 3(c)

Fuente: Fitch

Puerto Ventanas S.A.	Jul-16	Jul-15	Jul-14
Precio de Cierre (CLP)	174,9	173,0	165,5
Rango de Precio (CLP) (52 semanas)	157 - 176	154- 180	165 - 166
Capitalización Bursátil (MMUSD) (1)	310	319	360
Valor Económico de los Activos (MMUSD) (2)	355	383	403
Liquidez			
Presencia Bursátil	3,9%	8,9%	7,8%
Volumen Promedio Último Mes (MUSD)	0,5	3,0	17,0
Volumen Promedio Último Año (MUSD)	19,5	44,0	12,0
Pertenece al IPSA	No	No	No
Free Float	50,0%	50,0%	50%
Rentabilidad			
Rentabilidad Accionaria (año móvil)	1,11%	2,71%	17,38%

(1) Capitalización Bursátil = Número de acciones * Precio de Cierre
(2) Valor Económico de los Activos (EV) = Capitalización Bursátil + Deuda Financiera Neta
Tipo de cambio al 04/07/2016: 659,26 CLP/USD

Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago.

Puerto Ventanas S.A.

Supuestos Clave de la Proyección

- Crecimiento de ingresos en niveles bajos de un dígito.
- Margen EBITDA estable en torno al 33%.
- Peak de deuda en USD110 millones en 2016.
- Flujo de fondos libre negativo para el 2016 (Flujo de caja operacional menos capex menos dividendos).
- Capex de USD65 millones en 2016 y USD16 millones en 2017 (entre Ventanas y Fepasa).

(USD miles)	Histórico		Proyecciones de Fitch		
	31 Dic 2014	31 Dic 2015	31 Dic 2016	31 Dic 2017	31 Dic 2018
Resumen Estado de Resultados					
Ventas Netas	142.427	131.832	128.404	131.486	135.957
Variación de Ventas (%)	-4,5	-7,4	-2,6	2,4	3,4
EBITDA Operativo	46.770	43.318	42.373	43.390	45.274
Margen de EBITDA Operativo(%)	32,8	32,9	33,0	33,0	33,3
EBITDAR Operativo	46.770	43.318	42.373	43.390	45.274
Margen de EBITDAR Operativo(%)	32,8	32,9	33,0	33,0	33,3
EBIT Operativo	36.339	33.477	30.674	31.490	33.462
Margen de EBIT Operativo (%)	25,5	25,4	23,9	23,9	24,6
Intereses Financieros Brutos	-2.110	-1.897	-4.086	-5.533	-5.352
Resultado antes de Impuestos	32.547	32.010	26.588	25.957	28.110
Resumen de Balance General					
Efectivo Disponible	10.559	9.234	12.008	10.498	10.018
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	50.390	52.634	110.811	110.495	103.593
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	50.390	52.634	110.811	110.495	103.593
Deuda Neta	39.831	43.400	98.803	99.997	93.575
Resumen de Flujo de Caja					
EBITDA Operativo	46.770	43.318	42.373	43.390	45.274
Intereses Pagados en Efectivo	-1.664	-1.198	-4.086	-5.533	-5.352
Costo de Financiamiento Implícito (%)	3,0	2,3	5,0	5,0	5,0
Impuestos Pagados en Efectivo	-6.635	-7.135	-6.381	-6.619	-7.590
FGO	38.471	35.765	31.906	31.239	32.332
Margen de FGO (%)	27,0	27,1	24,8	23,8	23,8
Variación del Capital de Trabajo	-7.013	1.917	-685	-267	-439
Flujo de Caja Operativo (FCO)	31.458	37.682	31.221	30.971	31.892
Flujo de Caja No Operativo/No Recurrente Total					
Inversiones de Capital (Capex)	-8.179	-20.795	-65.000	-16.000	-10.000
Intensidad de Capital (Capex/Ingresos) (%)	5,7	15,8	-50,6	-12,2	-7,4
Dividendos Comunes	-18.145	-21.297	-21.624	-16.165	-15.471
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto					
Inversiones de Capital, Dividendos, Adquisiciones y otros					
Conceptos antes de Flujo de Fondos Libre (FFL)	-26.132	-42.009	-86.624	-32.165	-25.471
FFL Después de Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos	5.326	-4.327	-55.403	-1.194	6.422
Margen del FFL (Después de Adquisiciones Netas)(%)	3,7	-3,3	-43,1	-0,9	4,7
Otros Flujos de Inversiones y Financiamientos	-675	-572	0	0	0
Variación Neta de Deuda	-8.378	3.574	58.177	-316	-6.902
Variación Neta de Capital			0	0	0
Variación de Caja y Equivalentes	-3.727	-1.325	2.774	-1.510	-480
Razones de Cobertura (x)					
FGO/Intereses Financieros Brutos	24,0	30,7	8,8	6,6	7,0
FGO/Cargos Fijos	24,0	30,7	8,8	6,6	7,0
EBITDAR Operativo/Intereses Financieros + Alquileres	22,2	22,8	10,4	7,8	8,5
EBITDA Operativo/Intereses Financieros	28,1	36,2	10,4	7,8	8,5
Razones de Apalancamiento (x)					
Deuda Total Ajustada/EBITDAR Operativo	1,1	1,2	2,6	2,5	2,3
Deuda Total Ajustada Neta / EBITDAR Operativo	0,9	1,0	2,3	2,3	2,1
Deuda Total con Asimilable al Patrimonio / EBITDA Operativo (x)	1,1	1,2	2,6	2,5	2,3
Deuda Total Ajustada/FGO	1,3	1,4	3,1	3,0	2,7
Deuda Total Ajustada Neta /FGO	1,0	1,2	2,7	2,7	2,5

CÓMO INTERPRETAR LAS PROYECCIONES PRESENTADAS: La proyección presentada se basa en la estimación conservadora de un escenario de clasificación de la agencia. No representa la proyección del emisor clasificado. La proyección es solo uno de los componentes usados por Fitch para asignar una clasificación o un *outlook*. La información de la proyección refleja elementos relevantes, pero no exactos de los supuestos de Fitch acerca del desempeño financiero del emisor. Como tal, no puede ni deberá ser utilizada ni basarse en ella para establecer una clasificación. Las proyecciones de Fitch son creadas utilizando una herramienta interna de proyección, la cual utiliza supuestos de Fitch sobre el desempeño operacional y financiero de un emisor que pudieran no reflejar los supuestos que usted haría. Las definiciones de Fitch de términos financieros, tales como EBITDA, deuda, o flujo de caja libre pueden diferir de sus definiciones. Fitch pudiera tener acceso, de tiempo en tiempo, a información confidencial sobre planes del emisor. Ciertos elementos de dicha información pueden omitirse en esta proyección aunque sean incluidos en las discusiones internas de Fitch, esto ocurriría cuando la agencia, a su sola discreción, considere que esta información pudiera ser sensible en un contexto comercial, legal o regulatorio. La proyección (y la totalidad de este informe) se produce estrictamente sujeto al descargo de responsabilidad establecido al final de este informe. Fitch podrá actualizar la proyección en informes futuros, pero no asume la responsabilidad de hacerlo.

Fuente: Reportes de la compañía. Fitch Ratings.

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. 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 © 2016 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 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 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".