

## Puerto Ventanas S.A.

## Informe de Clasificación

## Clasificaciones

## Escala Nacional

Solvencia	A+(cl)
Acciones	Primera Clase Nivel 3(cl)

## Perspectiva

Solvencia	Estable
-----------	---------

## Resumen Financiero

## Puerto Ventanas S.A.

(USD millones)	UDM	
	31 mar 2017	31 dic 2016
Ventas	135	132
EBITDA	35	35
Margen de EBITDA (%)	25,9	26,1
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	39	31
Flujo de Fondos Libre	-42	-35
Caja e Inversiones		
Corrientes	18	22
Deuda Total Ajustada	111	107
Deuda Total Ajustada/EBITDAR (x)	3,2	3,1
Deuda Total Ajustada /FGO (x)	2,7	3,3
EBITDAR/Intereses + Arriendos (x)	15,1	17,8

UDM: últimos 12 meses. x: veces.  
Fuente: Puerto Ventanas.

## Informes Relacionados

[Chilean Corporate Credit Indicators – First Quarter 2017 \(Mayo 30, 2017\).](#)

[Estadísticas Comparativas Empresas Chilenas – 2017 \(Junio 06, 2017\).](#)

## Analistas

Andrea Rojas  
+56 2 2499 3337  
[andrea.rojas@fitchratings.com](mailto:andrea.rojas@fitchratings.com)

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

## Factores Clave de las Clasificaciones

**Posición de Liderazgo en la Zona:** Las clasificaciones de Puerto Ventanas S.A. (Ventanas) se fundamentan en su importante posición en el negocio portuario y transporte de carga ferroviaria a través de su filial Ferrocarriles del Pacífico S.A. (Fepasa). Fitch Ratings considera positivamente la estabilidad de flujos operativos que le brinda la existencia de contratos con sus principales clientes. Además, la solidez de su grupo controlador, Sigdo Koppers S.A., clasificado en escala nacional por Fitch en 'A+(cl)' con Perspectiva Estable, se considera un elemento favorable en el análisis.

**Indicadores Crediticios Se Fortalecerían:** Al cierre de 2016, Ventanas mostró un incremento en sus niveles de endeudamiento que alcanzaron indicadores deuda financiera a EBITDA y deuda financiera neta a EBITDA de 3,1 veces (x) y 2,5x, respectivamente (1,2x y 1,0x al cierre de 2015). Este debilitamiento se explica principalmente por aumentos de deuda asociados a nuevos proyectos de inversión en el puerto y por contingencias que afectaron los resultados de Fepasa. Fitch espera que los nuevos proyectos se traduzcan en incrementos paulatinos en la generación operacional a partir de 2017, permitiendo un fortalecimiento en los indicadores crediticios.

**Actividad Portuaria Repunta en Primer Trimestre de 2017:** Ventanas experimentó una reducción de 16,4% en el resultado operacional de 2016. Esta situación comenzó a revertirse en el primer trimestre de 2017, cuando el EBITDA aumentó en la actividad portuaria 12,7%, explicado principalmente por un repunte en los niveles de transferencia de carbón, junto al inicio de operaciones de la bodega recién construida. La agencia espera que el volumen movilizado total del puerto mejore, considerando un incremento en su capacidad gracias a la nueva infraestructura de almacenamiento de concentrado de cobre y genere un EBITDA en torno a los USD38 millones.

**Fepasa Afectada por Factores Externos:** En los últimos 12 meses (UDM) a marzo de 2017, Fepasa mostró una importante caída de 49% en el EBITDA comparado con el cierre de 2015. Lo anterior se debe principalmente a la disminución en las toneladas-kilómetros transportadas, a causa del colapso del puente sobre el río Toltén, lo que provocó que el transporte de trozos forestales y de celulosa disminuyera. Por su parte, el sector minero tuvo mejores resultados gracias al incremento en el nivel de actividad de Codelco Andina. Sin embargo, esto no logró revertir los efectos negativos en el transporte de carga forestal.

**Títulos Accionarios:** La clasificación de acciones en 'Primera Clase Nivel 3(cl)' se apoya en la consolidada historia de Ventanas transando en bolsa, una dispersión y tamaño bursátil moderados, lo que se restringe por la casi nula liquidez de sus títulos. No obstante, la compañía mantiene un contrato de *market maker* que favorece su liquidez bursátil. A junio de 2017, Ventanas tenía una capitalización bursátil de USD313 millones con una presencia bursátil de 3,9%.

## Sensibilidad de las Clasificaciones

Las clasificaciones podrían afectarse si la compañía no logra retornar a indicadores de endeudamiento bruto bajo las 2,5x en el mediano plazo, situación que podría ocurrir por crecimientos orgánicos o inorgánicos financiados con deuda, deterioros operacionales o pérdidas de contratos con sus principales clientes.

Un alza en la clasificación de la compañía se ve poco probable en el corto plazo debido al mayor endeudamiento observado, producto de su plan de inversión.

**Perfil Financiero**

**Estructura de Deuda y Liquidez**

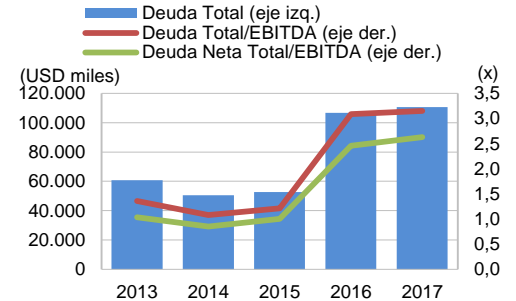
En los UDM a marzo de 2017, la deuda de Ventanas alcanzó los USD111 millones, un aumento significativo en comparación con los USD53 millones registrados al cierre de 2015. Lo anterior se explica por el financiamiento (principalmente préstamos bancarios), de un plan de mejoramiento del puerto.

La compañía invirtió cerca de USD56 millones en la construcción de una nueva bodega para ampliar su capacidad de almacenaje (46 mil toneladas), actualmente en funcionamiento, y para hacer más eficiente su Sitio de Embarque

No.3, a través de mejoras tecnológicas como son nuevos sistemas de correas para la carga y descarga de materiales. Dichos proyectos generarán paulatinamente una generación de flujos mayor a partir de 2017, debido a un incremento en las tarifas cobradas a clientes actuales sobre la base de un mejor servicio y por una racionalización de costos por mayores eficiencias, así como también mayores ingresos dado el aumento en la capacidad del puerto y la posibilidad de hacer frente a nuevos contratos.

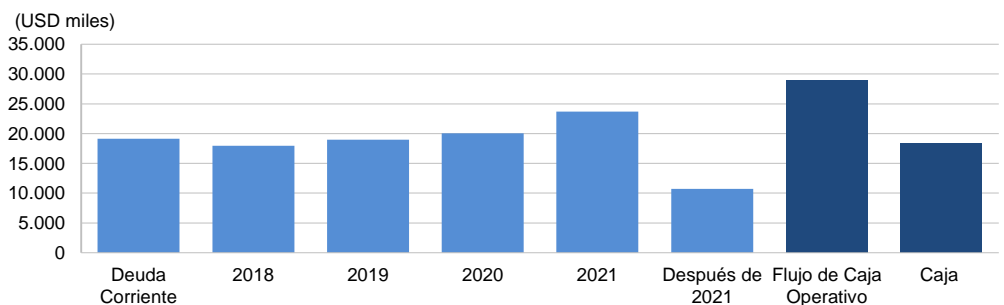
Para financiar este proyecto, Ventanas tomó dos créditos, uno con el Banco BBVA y el otro Scotiabank, ambos con vencimiento a 5 años. De esta forma, el perfil de vencimientos muestra USD18 millones en 2018, USD19 millones en 2019 y USD20 millones en 2020. Fitch no descarta que la compañía emprenda refinanciamientos parciales de estos compromisos financieros. Ventanas cuenta con un nivel de caja y equivalentes que asciende a USD18 millones a marzo de 2017, recursos que cubren 0,9x de su deuda corriente.

**Deuda Total e Indicadores de Endeudamiento**



Fuente: Ventanas.

**Calendario de Amortizaciones**



Fuente: Ventanas.

**Metodologías Relacionadas**

[Metodología de Clasificación de Empresas no Financieras \(Mayo 25, 2017\).](#)

[Vínculo de Clasificación entre Matriz y Subsidiaria \(Junio 1, 2015\).](#)

[Metodología de Clasificación de Acciones en Chile \(Junio 1, 2015\).](#)

**Flujo de Caja e Indicadores Crediticios**

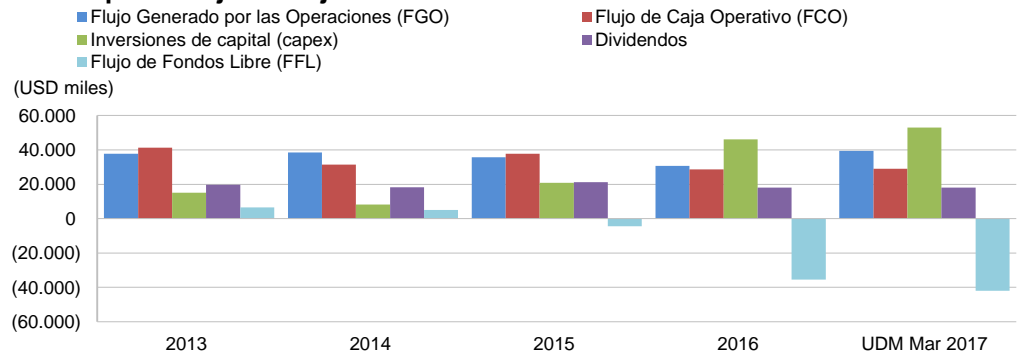
El flujo de caja operativo (FCO) presenta un deterioro a partir de 2016 a causa principalmente de los menores resultados operacionales. Lo anterior, en conjunto con mayores requerimientos de inversiones de capital (capex) por las nuevas inversiones realizadas en los últimos 2 años, explica el flujo de fondos libre (FFL) negativo por USD35 millones en 2016. Fitch proyecta un 2017 aún deficitario, pero más moderado, para retornar a un FFL positivo a partir de 2018.

Fepasa, filial que representa 25% de la deuda y 13% del EBITDA consolidado de la compañía, en los UDM a marzo de 2017 tuvo una disminución en sus ingresos, debido principalmente al menor

volumen transportado de trozos forestales y celulosa a causa de la caída del puente Tolten, afectando sus resultados operacionales, lo que se reflejó en un margen EBITDA que se redujo en 2016 alcanzando 6,5% y se mantuvo en 6,3% en los UDM a marzo de 2017, comparado con un 13,1% al cierre de 2015.

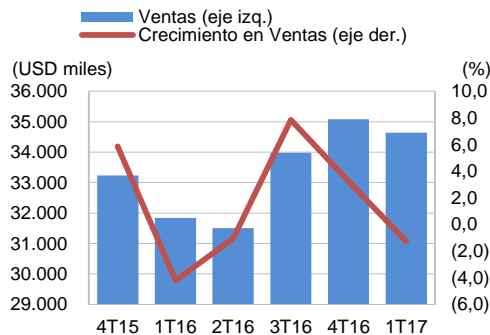
Ventanas posee una política de dividendos de 30% sobre la utilidad neta. Sin embargo, desde 2012 ha repartido 80% de la utilidad del ejercicio. A nivel consolidado, sus dividendos en el año móvil terminado en marzo 2017 alcanzaron USD18 millones. Fitch asume en su escenario base que la compañía mantendría dividendos equivalentes a 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 Flujo de Caja**



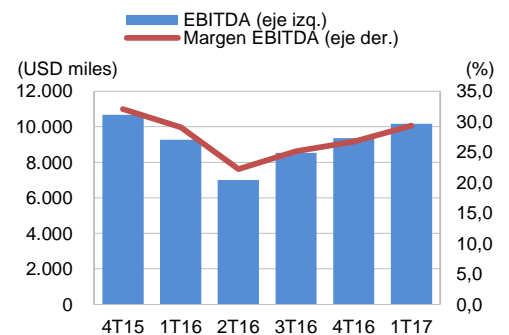
Fuente: Ventanas.

**Tendencia de los Ingresos**



Fuente: Ventanas.

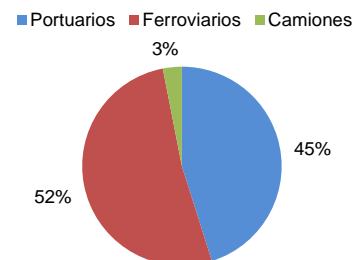
**Tendencia del EBITDA**



Fuente: Ventanas.

**Composición de los Ingresos**

UDM al 31 de marzo de 2017



Fuente: Ventanas.

**Perfil de la Empresa**

Ventanas 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 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 50% de la propiedad.

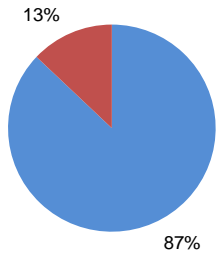
**Estrategia**

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, Ventanas integra el servicio de transporte de carga, vía tren y camión, a su oferta logística.

**Composición del EBITDA**

UDM al 31 de marzo de 2017

■ Portuario ■ Ferroviario /Rodoviario



Fuente: Ventanas.

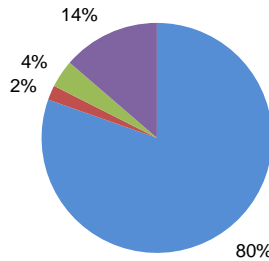
**Operaciones**

Ventanas es el principal puerto privado de la región central del país. En 2016 alcanzó 15,5% de participación de mercado en la carga movilizada en la V Región. Posee liderazgo en la transferencia de granel sólido, transportando 56,2% de la carga, 24,9% de granel líquido y 8,5% de la carga fraccionada de los puertos de esa región.

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. La disponibilidad de sitios de atraque, el mayor calado de estos y la cercanía a centros de consumo y las amplias áreas y bodegas de acopio y almacenamiento, representan las principales ventajas respecto a otros puertos de la zona, trayendo consigo economías de escala que permiten reducir sus costos unitarios de cargas movilizadas.

**Embarques (2016)**

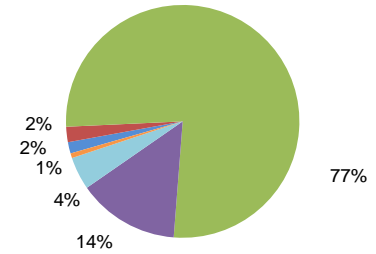
■ Conc. Cobre ■ Combustible ■ Coque de Petróleo ■ Ácido



Fuente: Ventanas.

**Desembarques (2016)**

■ Asfalto ■ Combustible ■ Carbón ■ Clínter ■ Trigo ■ Descargas Generales

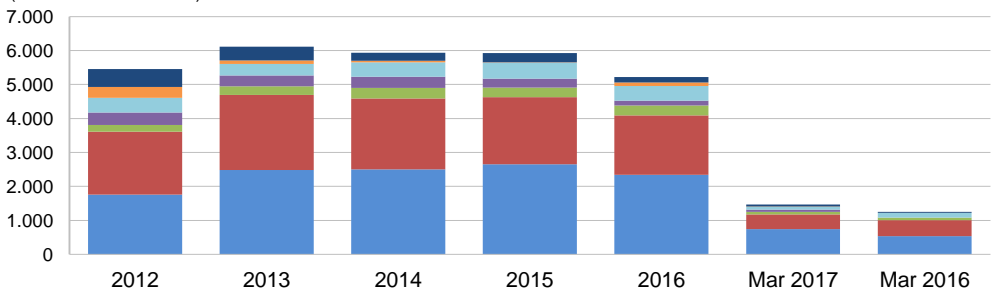


Fuente: Ventanas.

**Carga Movilizada por Puerto Ventanas**

■ Carbón ■ Concentrado ■ Ácido ■ Granos ■ Clínter ■ Combustibles ■ Otros

(Millones de toneladas)



Fuente: Reportes de Ventanas.

Durante 2015 y 2017, la compañía llevó a cabo un importante proyecto de infraestructura y modernización, lo que significaría crecimientos relevantes en volúmenes movilizadas en el futuro. Uno de ellos es el sitio de embarque No. 3, el cual consiste en el montaje de un nuevo sistema de transferencia de concentrado de cobre que estará compuesto por correas transportadoras tubulares y encapsuladas, que se conectarán a bodegas de almacenamiento. Además, Ventanas invirtió en una nueva bodega para gráneles con 46.000 toneladas de capacidad, que entró en funcionamiento durante 2016. Dicha bodega está destinada a mejorar las condiciones y capacidad de almacenamiento de concentrado de cobre para Codelco, uno de sus clientes más importantes.

**Clientes**

Ventanas posee contratos a largo plazo con empresas importantes de la economía nacional. Dentro de sus principales clientes, que representan cerca de 70% de las ventas consolidadas. Destacan Celulosa Arauco y Constitución S.A. (Arauco) como cliente de Fepasa, y 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. Aunque las variaciones de volúmenes de venta afectan la incidencia de los costos fijos sobre el margen de explotación, Ventanas mitiga parcialmente este riesgo con la modalidad *take or pay* que le pone un piso a sus contratos.

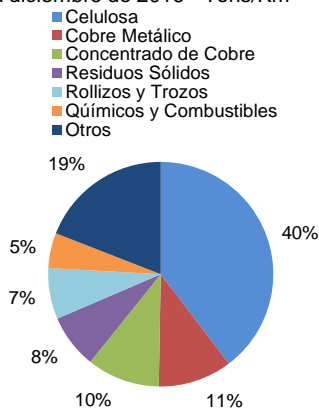
**Principales Clientes de Ventanas con Contratos de Largo Plazo**

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.

**Participación por Sector Fepasa**

A diciembre de 2016 - Tons/Km



Fuente: Fepasa.

**Ferrocarril del Pacífico S.A. (Fepasa)**

Fepasa, filial de puerto ventanas desde 2003, es la principal compañía de transporte de carga ferroviaria del país, operando por medio de un arriendo de las líneas a Empresa de Ferrocarriles del Estado (EFE) a través de un contrato a largo plazo (2024). Atiende a empresas relevantes de la economía nacional a través de contratos de largo plazo, moviendo cargas de importación y exportación. La compañía opera con 68 locomotoras operativas en la zona centro-sur de Chile, recorriendo 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. Sus principales clientes son Anglo American, Enaex S.A., Codelco, KDM, Compañía Cervecerías Unidas S.A. y Empresas Carozzi S.A., entre otros.

En 2016 Fepasa transportó 6,9 millones de toneladas (2015: 7,0 millones de toneladas) y 1.138 millones de toneladas-kilómetros (2015: 1.212 millones de toneladas-kilómetros), registrando disminuciones de 2,2% negativo y 6,1% negativo en comparación con lo registrado en 2015, respectivamente. Lo anterior como consecuencia de los efectos que provocó la caída del Puente Toltén que dejó a la red ferroviaria interrumpida para el tránsito de carga.

Dentro de los hitos de 2016, destaca el inicio de transporte de concentrado de cobre para la División El Teniente de Codelco. Comienza la construcción de la Estación de Transferencia Las Blancas vinculado con el Proyecto Anglo American Las Tórtolas.

A partir de 2010, buscando diversificar su línea de negocio hacia la carga directa por medio de camiones, Fepasa creó la filial, Transportes Fepasa S.A. Esta empresa cuenta con 27 tractocamiones destinados principalmente a un contrato con Enaex para transportar nitrato de amonio, equivalentes a USD3,5 millones en ventas.

## Cientes Fepasa

Agunsa	Codelco, División El Teniente
Anglo American	Enaex
Paneles Arauco S.A.	ERCO Worldwide
Agrozzi	Ewos Chile
Bosques Cautín	Alimentos S.A.
Celulosa Arauco y Constitución S.A.	EKA Chile
Cervecera CCU Chile Ltda.	Forestal Arauco S.A.
Chemical Chile	Forestal Mininco
Comaco	Iansagro S.A
Comercial Catamutún S.A.	KDM
Compañía Siderúrgica Huachipato	Maersk
Consortio Maderero S.A.	Melón
Copec	Mercoexpress S.A.
Combustibles	Molinera San
Carozzi	Cristóbal
Colbún	SAAM
Codelco, División Andina	Sitrans Ltda.
	Sodimac

Fuente: Fepasa

## Análisis de Emisores Comparables

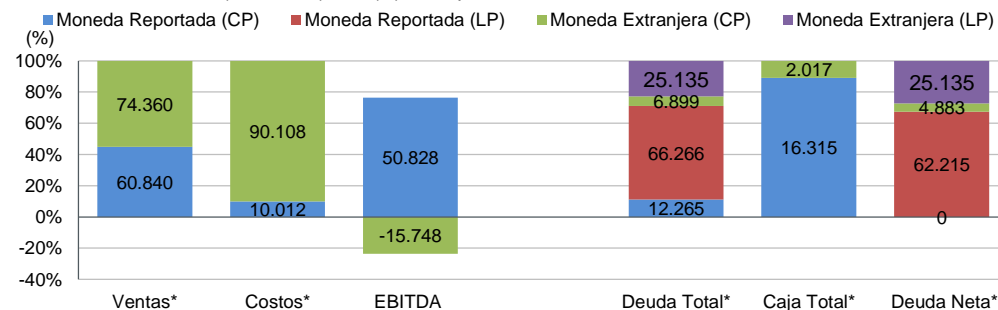
(USD millones)	Ferrocarril Mexicano, S.A. de C.V.	Ferrocarril del Pacífico S.A.	Grupo Empresas Navieras S.A.	Puerto Ventanas S.A.
Últimos 12 meses a	Dic 2016	Dic 2016	Dic 2016	Dic 2016
Clasificación	AAA(mex)	WD	BBB+(cl)	A+(cl)
Perspectiva	Estable	-	Estable	Estable
<b>Estadísticas Financieras</b>				
Ventas Netas	1.420	75	456	132
Variación de Ventas (%)	10,7	10,7	(12,5)	0,4
EBITDA	459	5	101	35
Margen de EBITDA (%)	32,3	6,5	22,2	26,1
Flujo de Fondos Libre (FFL)	75	(9)	(54)	(35)
Deuda Total Ajustada	1.288	26	856	107
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	243	1	72	22
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	391	5	47	31
Inversiones de Capital	(189)	(14)	(101)	(46)
<b>Indicadores Crediticios (veces)</b>				
EBITDA/Intereses Financieros Brutos	17,9	5,3	5,1	17,8
(FFL+Caja)/Servicio de Deuda	3,0	6,2	1,7	16,7
Deuda Neta Total Ajustada/EBITDAR	1,9	5,1	4,8	2,5
FGO/Intereses Financieros Brutos	16,1	6,2	3,0	16,7

WD: clasificación retirada, siglas en inglés.  
Fuente: Fitch.

## Exposición al Tipo de Cambio (FX Screener)

### Fitch FX Screener

Puerto Ventanas S.A. (Ventanas) - A+(cl), Perspectiva Estable, USD a marzo de 2017, USD miles



\*Después de coberturas, los valores son estimaciones de Fitch, basadas en la información pública disponible.  
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 reportada (MR, dólar estadounidense en este caso) y moneda extranjera (ME, pesos chilenos) de la deuda, las ventas y los costos operacionales, basadas 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 Ventanas a la fluctuación del tipo de cambio se considera moderada, debido a que 45% de sus ingresos está indexado a dólar, alrededor de 90% de los costos directos están denominados en pesos y 71% de la deuda se encuentra denominada en dólares. Dado el escenario crediticio de la compañía al 31 de marzo de 2017, una depreciación del 10% del peso mejoraría el indicador de endeudamiento, medido como deuda financiera a EBITDA en 0,2x.



## 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 con un capital flotante (*free float*) de 50% y un tamaño bursátil moderado al compararlo con el mercado. La clasificación de acciones se ve restringida por su liquidez bursátil casi nula. A junio de 2017, la compañía mostró una capitalización bursátil de USD313 millones y una presencia bursátil de 3,9%. La compañía mantiene un contrato de *market maker* que favorece la liquidez bursátil.

## Historial de Clasificación:

## Acciones

Fecha	Clasificación
6 jul 2017	Primera Clase Nivel 3(cl)
13 jul 2016	Primera Clase Nivel 3(cl)
15 jul 2015	Primera Clase Nivel 3(cl)
23 jul 2014	Primera Clase Nivel 3(cl)
25 oct 2013	Primera Clase Nivel 3(cl)
26 oct 2012	Primera Clase Nivel 3(cl)
28 oct 2011	Primera Clase Nivel 3(cl)

Fuente: Fitch.

## Puerto Ventanas S.A.

	Jun 2017	Jul 2016	Jul 2015
Precio de Cierre (CLP)	172,3	174,9	173,0
Rango de Precio (CLP) (52 semanas)	165 – 176	157 – 175,8	180 – 154
Capitalización Bursátil (USD millones) <sup>a</sup>	313	310	319
Valor Económico de los Activos (USD millones) <sup>b</sup>	406	355	383
<b>Liquidez</b>			
Presencia Bursátil (%)	3,9	3,9	8,9
Volumen Promedio del Último Mes (USD miles)	9,7	0,5	3,0
Pertenece al IPSA	No	No	No
Capital Flotante (Free Float) (%)	50	50	50
<b>Rentabilidad</b>			
Rentabilidad Accionaria (año móvil) (%)	1,34	1,11	2,71

<sup>a</sup> Capitalización bursátil = número de acciones × precio de cierre. <sup>b</sup> Valor económico de los activos (EV) = capitalización bursátil + deuda financiera neta. IPSA: Índice de Precio Selectivo de Acciones. Nota: Tipo de cambio al 30/06/2017: USD1=CLP663,21.

Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago.

**Supuestos Clave de la Proyección**

Estos incluyen:

- crecimiento de 6% para 2017, acorde con el repunte esperado en las transferencia de concentrado;
- margen EBITDA estable en torno al 28%;
- nivel de deuda USD109 millones en 2017, que disminuirá según su calendario de amortizaciones;
- capex de USD20,5 millones en 2017, correspondiente al saldo de su plan de inversiones; los años siguientes con capex de mantención de USD8 millones;
- mejora en el flujo de fondos libre en 2017, fortaleciéndose a partir de 2018 por reducción de capex.

**Puerto Ventanas S.A.**

(USD miles)	Histórico			Proyecciones de Fitch		
	31 dic 2014	31 dic 2015	31 dic 2016	31 dic 2017	31 dic 2018	31 dic 2019
<b>Resumen de Estado de Resultados</b>						
Ingresos Netos	142.427	131.832	132.398	140.342	143.289	146.441
Crecimiento de Ingresos (%)	-4,5	-7,4	0,4	6,0	2,1	2,2
EBITDA Operativo	46.770	43.318	34.512	39.296	41.554	43.932
Margen de EBITDA Operativo (%)	32,8	32,9	26,1	28,0	29,0	30,0
EBITDAR Operativo	46.770	43.318	34.512	39.296	41.554	43.932
Margen de EBITDAR Operativo (%)	32,8	32,9	26,1	28,0	29,0	30,0
EBIT Operativo	36.339	33.477	24.121	28.164	30.562	33.075
Margen de EBIT Operativo (%)	25,5	25,4	18,2	20,1	21,3	22,6
Intereses Financieros Brutos	-2.110	-1.897	-1.917	-2.141	-2.164	-1.923
Resultado antes de Impuestos	32.547	32.010	22.493	26.022	28.398	31.153
<b>Resumen de Balance General</b>						
Efectivo Disponible	10.559	9.234	21.884	13.767	11.167	10.704
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	50.390	52.634	106.641	108.794	93.871	77.916
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	50.390	52.634	106.641	108.794	93.871	77.916
Deuda Neta	39.831	43.400	84.757	95.027	82.704	67.212
<b>Resumen de Flujo de Caja</b>						
EBITDA Operativo	46.770	43.318	34.512	39.296	41.554	43.932
Dividendos Recurrentes de Compañías Asociadas Menos Distribuciones a Participaciones Minoritarias				0	0	0
Intereses Pagados en Efectivo	-1.664	-1.198	-1.943	-2.141	-2.164	-1.923
Costo de Financiamiento Implícito (%)	3,3	2,3	2,4	2,0	2,1	2,2
Interés Efectivo Recibido		201	197	0	0	0
Impuestos Pagados en Efectivo		-7.135	-6.994	-3.798	-4.145	-4.547
Otros Conceptos antes de Flujo Generado por las Operaciones	-6.635	579	4.974	0	0	0
Flujo Generado por la Operaciones (FGO)	38.471	35.765	30.746	33.356	35.245	37.463
Margen de FGO (%)	27,0	27,1	23,2	23,8	24,6	25,6
Variación del Capital de Trabajo	-7.013	1.917	-2.079	-7.759	2.858	5.432
Flujo de Caja Operativo (FCO)	31.458	37.682	28.667	25.598	38.103	42.895
Flujo de Caja No Operativo/No Recurrente Total						
Inversiones de Capital (Capex)	-8.179	-20.795	-46.054			
Intensidad de Capital (Capex/Ingresos) (%)	5,7	15,8	34,8			
Dividendos Comunes	-18.145	-21.297	-18.045			
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	192	83	681			
Capex, Dividendos, Adquisiciones y Otros Conceptos antes de Flujo de Fondos Libre	-26.132	-42.009	-63.418	-35.868	-25.779	-27.403
Flujo de Fondos Libre después de Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos	5.326	-4.327	-34.751	-10.270	12.323	15.492
Margen del Flujo de Fondos Libre (después de Adquisiciones Netas) (%)	3,7	-3,3	-26,2	-7,3	8,6	10,6
Otros Flujos de Inversiones y Financiamientos	-675	-572	227	0	0	0
Variación Neta de Deuda	-8.378	3.574	47.174	2.153	-14.923	-15.955
Variación Neta de Capital				0	0	0
Variación de Caja y Equivalentes	-3.727	-1.325	12.650	-8.117	-2.600	-463
<b>Razones de Cobertura (Veces)</b>						
FGO/Intereses Financieros Brutos	24,0	30,7	16,7	16,6	17,3	20,5
FGO/Cargos Fijos	24,0	30,7	16,7	16,6	17,3	20,5
EBITDAR Operativo/Intereses Financieros Brutos + Alquileres <sup>a</sup>	28,1	36,2	17,8	18,4	19,2	22,8
EBITDA Operativo/Intereses Financieros Brutos <sup>a</sup>	28,1	36,2	17,8	18,4	19,2	22,8
<b>Razones de Apalancamiento (Veces)</b>						
Deuda Total Ajustada/EBITDAR Operativo <sup>a</sup>	1,1	1,2	3,1	2,8	2,3	1,8
Deuda Total Ajustada Neta/EBITDAR Operativo <sup>a</sup>	0,9	1,0	2,5	2,4	2,0	1,5
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo <sup>a</sup>	1,1	1,2	3,1	2,8	2,3	1,8
Deuda Ajustada respecto al FGO	1,3	1,4	3,3	3,1	2,5	2,0
Deuda Neta Ajustada respecto al FGO	1,0	1,2	2,6	2,7	2,2	1,7

<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 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".