

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.		
MM USD	LTM	
	31/03/2014	31/12/2013
Ventas	147,7	149,1
EBITDA	45,9	44,8
Margen EBITDA (%)	31,1	30,0
Flujo Generado por las Operaciones	38,6	37,8
Flujo de Caja Libre	3,8	6,5
Caja e Inversiones Corrientes	14,9	14,3
Deuda Total	58,3	60,8
Deuda Total/EBITDA (x)	1,3	1,4
Deuda Total/FGO (x)	1,4	1,5
EBITDA/Intereses (x)	18,9	18,4

Fuente: Fitch.

Informes Relacionados

Outlook 2014: Sector Corporativo Chileno (Enero 2014)

Perspectiva 2014: Empresas No Financieras de Latinoamérica (Diciembre 2013)

Analistas

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

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

Factores Clave de la Clasificación

Las clasificaciones de Puerto Ventanas S.A. (Ventanas) se fundamentan en la importante posición de la compañía en el negocio portuario y del transporte de carga ferroviaria a través de su filial Ferrocarriles del Pacífico S.A. (FEPASA). Las clasificaciones incorporan la alta predictibilidad de los flujos operacionales de la compañía, asociados en gran medida a contratos de largo plazo con clientes que presentan un sólido perfil crediticio. La solidez de su grupo controlador Sigdo Koppers S.A. 'A+(cl)' se considera un elemento favorable al análisis.

Dentro de las restricciones de la clasificación se consideran la limitada capacidad de crecimiento y mayor diversificación de la actividad portuaria en su actual ubicación y los mayores riesgos asociados al negocio de transporte de carga que enfrenta desafíos de eficiencia operacional y una mayor competencia.

Contratos a Largo Plazo: Dentro de los principales clientes, que representan cerca del 50% de las ventas consolidadas de la compañía, destacan Celulosa Arauco y Constitución S.A. (Arauco) 'AA-(cl)' como cliente de FEPASA; y Corporación Nacional del Cobre de Chile 'AAA(cl)' y Aes Gener S.A. 'A+(cl)', como clientes del puerto. Los contratos con clientes del puerto cuentan con plazos de entre 10 y 30 años y tienen cláusulas de *Take or Pay* por arriendo de instalaciones, su administración y por tonelaje, con valores mínimos por volumen.

Acotados Indicadores de Endeudamiento: La deuda financiera de la compañía se ha mantenido relativamente estable durante los últimos años, alcanzando USD58,3 millones a marzo de 2014, mientras que el EBITDA ha presentado un crecimiento constante llegando a USD45,9 millones en el mismo período. Dado lo anterior, los indicadores de endeudamiento medidos como deuda financiera/EBITDA y EBITDA/Gastos financieros se han ido fortaleciendo los últimos años alcanzando en LTM a marzo de 2014 valores de 1,3 veces (x) y 18,9x, respectivamente.

Positiva Evolución de Resultados: La compañía ha mantenido un estable desempeño operacional con ventas que mostraron un crecimiento de 5,4% en 2013. Lo anterior, impulsado principalmente por el aumento de cargas transferidas en puerto, especialmente en carbón y concentrado de cobre. Adicionalmente, muestra un creciente margen EBITDA que alcanzó un 31,1% en LTM a marzo de 2014.

Flujo de Caja Libre Positivo: La compañía alcanzó un flujo de caja operacional (CFO) de USD35,6 millones en LTM a marzo de 2014, el cual le permitió financiar dividendos por USD19,7 millones, correspondiente a un reparto del 80% de la utilidad neta, en línea con los años anteriores. Adicionalmente, se financiaron inversiones por USD12 millones, llegando a un flujo de caja libre (FCF) de USD3,8 millones.

Títulos Accionarios: La clasificación de acciones en 'Primera Clase Nivel 3(cl)' se apoya en la consolidada historia de Ventanas transando en bolsa, la apropiada dispersión de su propiedad y el adecuado tamaño bursátil, mientras que se restringe por su baja liquidez, efecto que se atenúa debido a un contrato con un *market maker*.

Sensibilidad de la Clasificación

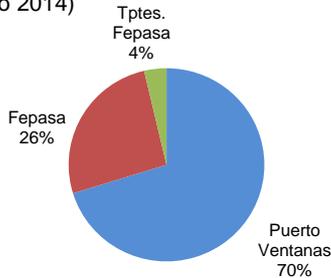
La clasificación de la compañía podría afectarse negativamente ante crecimientos inorgánicos, que involucren un fuerte aumento de inversiones financiados con deuda, así como pérdidas de contratos con sus clientes principales.

La clasificación de la compañía podría afectarse positivamente de evidenciarse una mayor diversificación operacional, manteniendo un perfil crediticio sólido.

Crterios Relacionados

Metodología de Calificaci3n de Empresas no Financieras (Julio 3, 2013)
 Vnculo de Calificaci3n entre Matriz y Subsidiaria (Julio 3, 2013)
 Metodologfa de Clasificaci3n de Acciones en Chile (Julio 3, 2013)

Deuda Financiera por Compaafa
 (Marzo 2014)



Fuente: Reportes Compaafa.

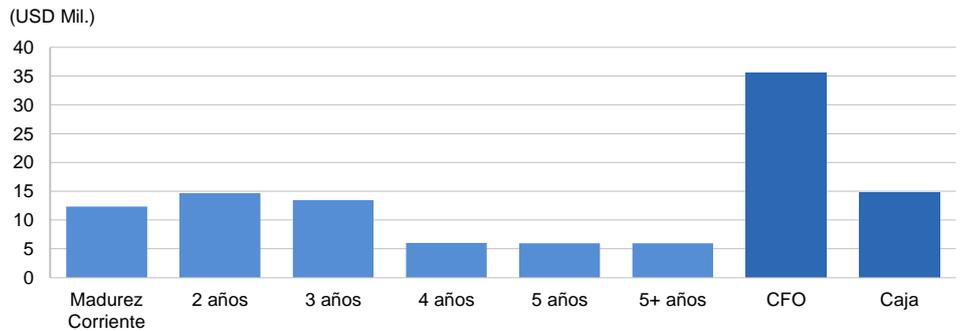
Perfil Financiero

Estructura de Deuda y Liquidez

La deuda financiera de la compaafa se ha mantenido en niveles estables en torno a los USD60-65 millones en los ultiimos periodos. A marzo de 2014, la deuda financiera de la compaafa alcanz3 USD58,3 millones, de los cuales 94,1% corresponden a crditos bancarios, 5,7% a arrendamientos financieros y un 0,2% a derivados de cobertura. Por otra parte, un 74,2% de la deuda se encuentra pactada con tasa variable, y el restante 25,8% a tasa fija. Dado los requerimientos de inversi3n, el 70% de la deuda financiera se encuentra en Ventanas.

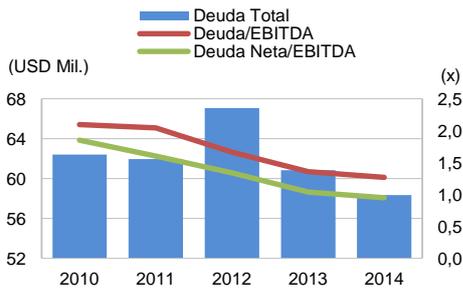
Ventanas posee una estructura de deuda y un plan de amortizaciones que le otorgan relativa comodidad en el pago de sus obligaciones. A marzo de 2014, un 79% de la deuda de la compaafa se ubica en el largo plazo, con un perfil de vencimientos cercanos a los USD13 millones para 2015 y 2016, y USD6 millones para los siguientes aros. La compaafa cuenta con un nivel de caja y equivalentes que asciende a USD14,9 millones en LTM a marzo de 2014, lo que representa un 121% de la deuda corriente.

Calendario de Amortizaciones



Fuente: Reportes Compaafa.

Deuda e Indicadores Crediticios



Fuente: Reportes Compaafa.

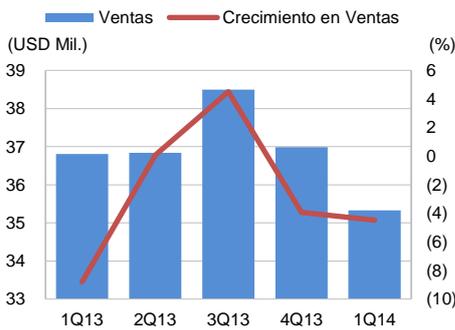
Flujo de Caja e Indicadores Crediticios

Los ingresos consolidados aumentaron un 5,4% respecto al aao 2012, alcanzando USD149 millones, mostrando un incremento relevante en los ingresos portuarios de 22,1%, con un record de 6,1 millones de toneladas transferidas. Este incremento se explica principalmente por mayores transferencias de carb3n (+40,9%), impulsado por la operaci3n de Campiche (Aes Gener) que entr3 en funcionamiento en marzo de 2013, y el aumento en transferencias de concentrado de cobre (+19,8%). Adem3s, la compaafa se vio beneficiada por contratos que consideran tarifas por tramos, en donde a mayor volumen es mayor la tarifa.

El EBITDA de la compaafa fue de USD45,9 millones en LTM a marzo de 2014, del cual un 33% fue aportado por FEPASA. Los estables resultados operacionales y generaci3n de flujo de caja de la compaafa, sumado al correcto cumplimiento en el pago de sus obligaciones ha significado que la empresa mantenga niveles de endeudamiento acotados, alcanzando un indicador de Deuda Financiera/EBITDA de 1,4x en 2014 y 1,3x en LTM a marzo de 2014.

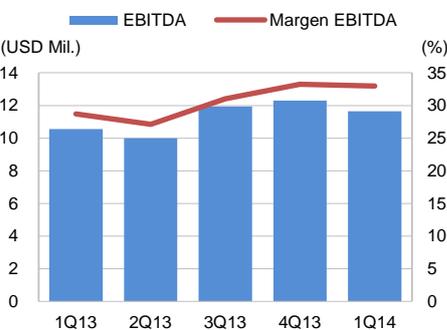
Cabe mencionar que Fepasa, que representa en torno a un tercio de la deuda y EBITDA consolidados de la compaafa, mantiene un contrato a largo plazo para uso de la vfa f3rrea con Empresa de los Ferrocarriles del Estado (EFE), que le significa pagos mfnimos anuales m3s costos variables. Fitch asocia el monto fijo del canon (derecho a uso de las lfnneas) a una deuda fuera de balance y ajusta los indicadores de endeudamiento para incorporarla. Asf, Fitch estima que el indicador Deuda Ajustada/EBITDAR de Ventanas a nivel consolidado estarfa 0,2x por sobre el indicador sin ajuste.

Tendencia de Ventas



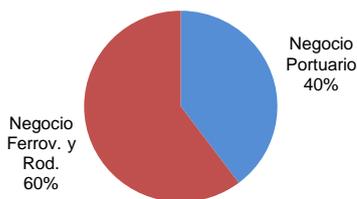
Fuente: Reportes Compañía.

Tendencia del EBITDA



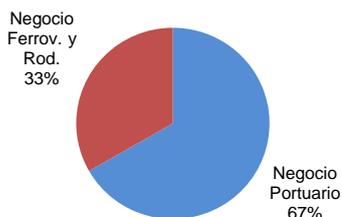
Fuente: Reportes Compañía.

Composición Ventas (2013)



Fuente: Reportes Compañía.

Composición EBITDA (2013)



Fuente: Reportes Compañía.

La compañía generó un CFO de USD35,6 millones en LTM a marzo de 2014, el cual le permitió financiar dividendos por USD19,7 millones, correspondiente a un reparto del 80% de la utilidad neta, en línea con los años anteriores. Adicionalmente, se financiaron inversiones por USD12 millones, llegando a un flujo de caja libre (FCF) de USD3,8 millones.

En los próximos períodos no se esperan grandes crecimientos de flujo debido a que la capacidad del puerto se encuentra bordeando su límite. En este contexto, Fitch no descarta futuras inversiones que pudieran mejorar la eficiencia de sus instalaciones y ampliar la capacidad. La clasificación incorpora, que de concretarse potenciales inversiones, éstas tendrían un acotado impacto en los niveles de endeudamiento de la compañía.

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, donde cuentan con un muelle multipropósito. Además, posee un 51,82% de FEPASA, empresa de transporte ferroviario y camiones que complementa su negocio principal. La sociedad es controlada por el grupo Sigdo Koppers con un 50,01% de la propiedad.

Estrategia

La estrategia de la compañía es aprovechar las ventajas que otorga la flexibilidad del puerto, incrementando los niveles de eficiencia y efectuando 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. Adicionalmente, mediante su filial FEPASA, la compañía integra el servicio de transporte de carga, vía tren y camión, a su oferta logística.

Operaciones

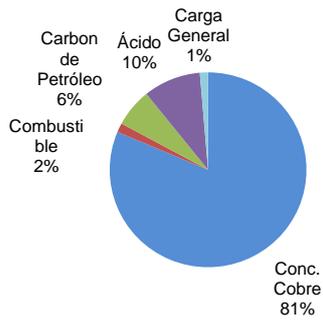
Ventanas es el principal puerto privado de la región central del país, alcanzando en el año 2013 un 18,1% de participación de mercado en la carga movilizada en la V Región. Posee un liderazgo en la transferencia de graneles, habiendo transportado un 61,5% de la carga de granel sólido, un 26,4% de granel líquido y un 4,9% de la carga fraccionada de los puertos de la V 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 18.000 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.

Ubicado 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 Km.

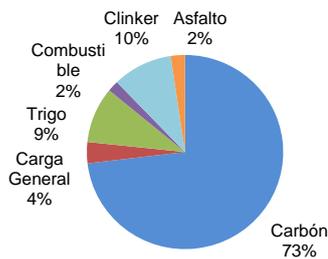
El puerto tiene cuatro sitios de atraque con los mayores calados de la zona central del país, con capacidad para recibir y atender naves de hasta 70.000 toneladas, y con calados máximos de 14,3 metros (46,91 pies). Está en proyecto para desarrollar un sitio de atraque que permitiría recibir naves de hasta 70.000 toneladas y calado máximo de hasta 17,6 metros (55,76 pies). Ventanas cuenta con un recinto de depósito aduanero para graneles limpios (6.000 mt², 45 M Ton), bodegas para carga general (4.188 mt², 15 M Ton), estanque para graneles líquidos, y amplios patios de acopio para todo tipo de carga. En total, el puerto cuenta con 218 hectáreas, de las cuales el 65% (142 ha) están disponibles para nuevos negocios.

Embarques (2013)



Fuente: Reportes Compañía.

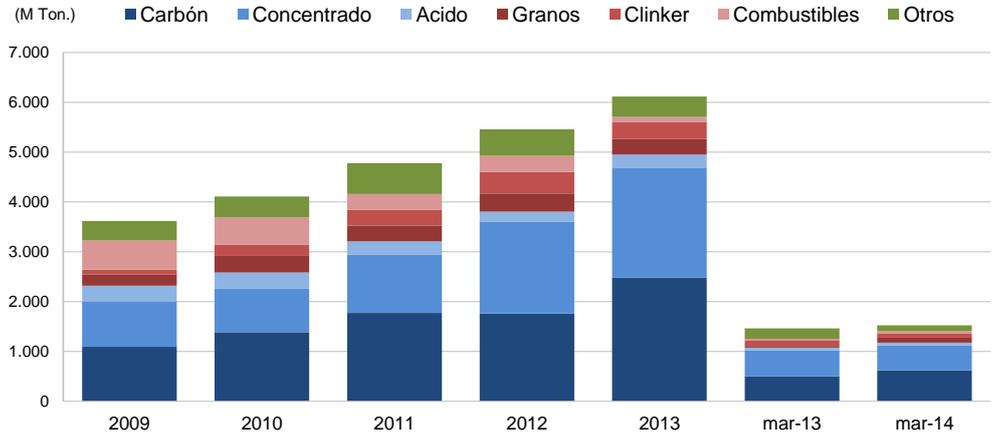
Desembarques (2013)



Fuente: Reportes Compañía.

La disponibilidad de sitios de atraque, el mayor calado de éstos 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 embancamiento, la velocidad de estiba y desestiba, y las amplias áreas y bodegas de acopio y almacenamiento.

Carga Movilizada por Puerto Ventanas



Fuente: Reportes de Puerto Ventanas S.A

Clientes: Ventanas posee contratos a largo plazo con clientes que son importantes empresas de la economía nacional. Entre ellos se pueden encontrar: Melón, Codelco, Anglo American, Enap, AES Gener, etc.

Principales Clientes con Contratos de Largo Plazo (Pto. Ventanas)

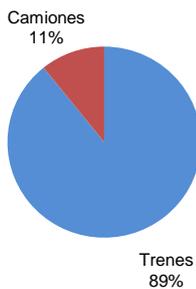
Cliente	Producto	Duración de Contrato	Inicio / Término
Melón	Clinker	28 años	Jul-1995/ Jul-2023
Codelco			
Ventanas	Acido Sulfúrico	23 años	Mar-1998/ Mar-2021
Andina	Concentrado de Cobre	30 años	Jul-94 / Jul-2024
Anglo American	Concentrado de Cobre	25 años	Ene-2011 / Ene-2036
ENAP Refinerías	Carbón de Petróleo	20 años	Ene-2008 / Ene -2028
Asfaltos Conosur	Asfalto	30 Años	Sep-2002 / Sep-2032
Gener			
Aes I	Carbón	Indefinido	Ene-2004
Aes III	Carbón	11 años	Ene-2010 / Ene-2021

Estos contratos consideran polinomios indexados a variables relevantes, como tipo de cambio, precio de diesel y CPI, 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.

Transporte Terrestre (FEPASA)

FEPASA, filial de Ventanas desde 2003, es la principal compañía de transporte de carga ferroviaria del país, atendiendo a relevantes empresas de la economía nacional con las que mantiene contratos de largo plazo. Su actividad se centra en cargas de importación y exportación que se mueven entre los puertos y los centro de consumo.

Ingresos por segmento Fepasa

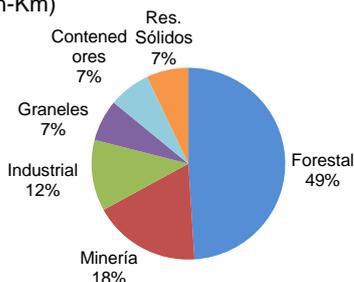


Fuente: Reportes Compañía.

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, Talcahuano, entre otros. Posee 71 locomotoras operativas, de las cuales utiliza 51 en ruta y las 20 restantes en patios de maniobra.

Dentro de la composición de sus ingresos destacan: los productos forestales como celulosa y madera de rollizo y troza, que representaron en el año 2013 un 49% de los Ton-Km transportados; el sector minería, principalmente concentrado de cobre y cobre metálico, que representó un 18% de los Ton-Km transportados; y los productos industriales que representaron un 12% de los Ton-Km. Dentro de sus principales clientes se encuentran Arauco, Anglo American, Enaex, Codelco, KDM, CCU y Empresas Carozzi, entre otros.

Participación por sector Fepasa (Ton-Km)



Fuente: Reportes Compañía.

En 2013, FEPASA transportó 7,3 millones de toneladas y 1.352 millones de Ton-Km, registrando disminuciones de -1,4% y -4,8%, respectivamente en comparación al 2012. Lo anterior se explica debido a paros portuarios que afectaron las ventas en las cargas agrícolas y contenedores, efecto que fue atenuado por mayores producciones en el sector minero.

Dentro de los hitos del 2013, destaca la adjudicación del contrato por un período de 10 años para el transporte ferroviario de cobre anódico con el cliente Anglo American Sur Fundición Chagres desde la fundición hacia los puertos de la Región de Valparaíso, así como también un contrato por un período de tres años para el transporte ferroviario de carboncillo con Catamún Energía desde Muelles de Penco, hacia la planta lansa de Cocharcas y el centro de distribución de Rapaco.

Además, la compañía posee importantes contratos con Arauco para el transporte de productos forestales desde las plantas Constitución, Mariquina y Nueva Aldea, hasta el año 2019; con Codelco Teniente para el transporte y administración de stock de cobre a siete 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 cinco años.

A partir de 2010, buscando diversificar su línea de negocio hacia la carga directa por medio de camiones, crea la filial Transportes Fepasa S.A., de la cual es dueña en un 99,9%. Esta empresa cuenta con 27 tractocamiones destinados principalmente a un contrato con Enaex desde 2011, el cual consiste en transportar 120.000 Ton de nitrato de amonio, equivalente a USD3,5 millones en ventas. En el 2013, este negocio creció en un 37% su nivel de ventas, generado por un aumento de volumen en el sector minero.

Clientes Fepasa

Cliente	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
Cia Siderurgica Huachipato	Acero y Servicios Ferroviarios
Consortio Maderero	Trozos Forestales
Empresas Karozzi	Contenedores y Granos
Enaex	Nitrato de amonio vía camión
Comercial e Industrial Erco	Concedores
Ewos	Alimento Para Salmón
lansagro	Azucar, coqueta, caliza y contenedores
KDM	Residuos sólidos domiciliarios y/o líquidos
Melón	Cemento (Granel y Bolsas)
Merco Express	Maiz, Trigo y Soya
Molinera San Cristobal	Trigo
SAAM	Contenedores
Sitrans	Contenedores
Sodimac	Contenedores

Historial de Clasificación:

Acciones Fecha	Clasificación
24/07/2014	Primera Clase Nivel 3(c)
24/10/2013	Primera Clase Nivel 3(c)
26/10/2012	Primera Clase Nivel 3(c)
28/10/2011	Primera Clase Nivel 3(c)
03/11/2010	Primera Clase Nivel 3(c)
06/11/2009	Primera Clase Nivel 3(c)
30/10/2008	Primera Clase Nivel 3(c)

Fuente: Fitch

Características de los Instrumentos

Acciones

La clasificación de los títulos accionarios de Ventanas se apoya en la consolidada historia transando en bolsa, la apropiada dispersión de su propiedad y el adecuado tamaño bursátil, mientras que se restringe por la baja liquidez. A julio de 2014, la compañía muestra una capitalización bursátil de USD360 millones, un volumen promedio diario de USD12.000 transado en el último año móvil y una presencia bursátil de 7,78%. La compañía mantiene un contrato de *market maker* que favorece la liquidez bursátil.

Puerto Ventanas S.A.			
	Jul-14	Oct-13	Ago-12
Precio de Cierre (CLP)	165,5	133,0	132,0
Rango de Precio (CLP) (52 semanas)	165-166	132-144	120-137
Capitalización Bursátil (MMUSD) (1)	360	320	331
Valor Económico de los Activos (MMUSD) (2)	403	375	393
Liquidez			
Presencia Bursátil	7,8%	16,7%	17,9%
Volumen Prom. Último Mes(MUSD)	17	6	6
Volumen Prom. Ultimo Año (MUSD)	12	6	13
Pertenece al IPSA	NO	NO	NO
Free Float	50,0%	50,0%	50,0%
Rentabilidad			
Rent. Accionaria (año móvil)	17,38%	-1,38%	-3,65%
(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 20/07/2014: 565,9 CLP/USD Fuente: Bolsa de Santiago.			

Resumen Financiero — Puerto Ventanas S.A. (Ventanas)

USD 000, Year Ending Dec. 31

	LTM				
Rentabilidad	3-31-14	2013	2012	2011	2010
EBITDA	45.878	44.786	40.323	30.295	29.765
EBITDAR	45.878	44.786	40.323	30.295	29.765
Margen de EBITDA (%)	31,1	30,0	28,5	23,3	27,6
Margen de EBITDAR (%)	31,1	30,0	28,5	23,3	27,6
Retorno del FGO/Capitalización Ajustada (%)	18,3	17,7	12,9	26,0	10,6
Margen del Flujo de Fondos Libre (%)	2,6	4,4	(2,1)	2,9	10,5
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%)	14,9	14,3	12,1	12,8	7,4
Coberturas (x)					
FGO/Intereses Financieros Brutos	16,9	16,5	11,3	23,4	9,1
EBITDA/Intereses Financieros Brutos	18,9	18,4	14,7	12,4	10,6
EBITDAR/(Intereses Financieros + Alquileres)	18,9	18,4	14,7	12,4	10,6
EBITDA/Servicio de Deuda	3,1	3,0	3,4	1,7	1,6
EBITDAR/Servicio de Deuda	3,1	3,0	3,4	1,7	1,6
FGO/Cargos Fijos	16,9	16,5	11,3	23,4	9,1
FFL/Servicio de Deuda	0,4	0,6	(0,0)	0,4	0,8
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes)/Servicio de Deuda	1,4	1,6	1,1	1,1	1,2
FGO/Inversiones de Capital	3,0	2,7	1,4	3,3	3,9
Estructura de Capital y Endeudamiento (x)					
Deuda Total Ajustada/FGO	1,4	1,5	2,2	1,1	2,4
Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA	1,3	1,4	1,7	2,0	2,1
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA	0,9	1,0	1,3	1,6	1,9
Deuda Total Ajustada/EBITDAR	1,3	1,4	1,7	2,0	2,1
Deuda Total Ajustada Neta/EBITDAR	0,9	1,0	1,3	1,6	1,9
Costo de Financiamiento Implícito (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Garantizada/Deuda Total	—	—	—	—	—
Deuda Corto Plazo/Deuda Total	0,2	0,2	0,1	0,3	0,3
Balance					
Total Activos	269.737	273.925	289.425	262.958	287.923
Caja e Inversiones Corrientes	14.859	14.286	12.987	13.401	7.332
Deuda Corto Plazo	12.334	12.447	9.189	15.483	15.804
Deuda Largo Plazo	45.999	48.399	57.889	46.473	46.609
Deuda Total	58.333	60.846	67.078	61.956	62.413
Total Patrimonio	165.782	166.564	173.641	157.805	180.281
Total Capital Ajustado	224.115	227.410	240.719	219.761	242.694
Flujo de Caja					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	38.563	37.762	28.306	54.628	22.861
Variación del Capital de Trabajo	(3.008)	3.433	10.528	1.187	2.655
Flujo de Caja Operativo (FCO)	35.555	41.195	38.834	55.815	25.516
Flujo de Caja No Operativo/No Recurrente Total	—	—	—	—	—
Inversiones de Capital	(12.039)	(14.991)	(28.443)	(17.110)	(6.505)
Dividendos	(19.716)	(19.716)	(13.358)	(34.873)	(7.742)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	3.800	6.488	(2.967)	3.832	11.269
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	311	161	172	446	4.101
Otras Inversiones, Neto	—	—	—	—	—
Variación Neta de Deuda	(5.101)	(4.819)	1.364	3.560	(15.154)
Variación Neta del Capital	—	—	—	—	—
Otros (Inversión y Financiación)	(970)	(531)	1.017	—	—
Variación de Caja	(1.960)	1.299	(414)	7.838	216
Estado de Resultados					
Ventas Netas	147.656	149.135	141.473	130.076	107.672
Variación de Ventas (%)	(1,0)	5,4	8,8	20,8	3,7
EBIT	34.572	33.110	29.255	18.084	18.447
Intereses Financieros Brutos	2.431	2.432	2.747	2.443	2.820
Alquileres	—	—	—	—	—
Resultado Neto	25.702	24.282	20.130	21.623	14.208

Fuente: Reportes compañía.

Categorías de Clasificación de Largo Plazo

Categoría AAA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Categoría AA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Categoría A: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Categoría BBB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Categoría BB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retraso en el pago de intereses y del capital.

Categoría B: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en pérdida de intereses y capital.

Categoría C: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con 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: 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: 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 y B 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: Títulos accionarios que presentan una excelente combinación de solvencia y liquidez bursátil.

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

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

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

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

Categoría E: 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 antes señaladas fueron solicitadas por el emisor, o en su nombre, y por lo tanto, Fitch ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de clasificación.

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

Derechos de autor © 2014 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004. Telephone: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus clasificaciones, 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 calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de clasificaciones 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 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, 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 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 pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una clasificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una clasificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las clasificaciones son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la clasificación. 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, suspendidas, 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 calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10.000 y USD1.500.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una 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.