

Agrosuper S.A.

Análisis de Riesgo

Clasificaciones

Escala Internacional	
IDR* (ME*)	N/A
IDR* (ML*)	N/A
Bonos Internacionales	N/A
Escala Nacional	
Solvencia	AA-(c)
Líneas de Bonos	AA-(c)

Outlook Estable

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

Resumen Financiero

Agrosuper S.A

(CLP millones)	UDM	
	31 mar 2016	31 dic 2015
Ventas	1.547.837	1.503.869
EBITDA	260.918	258.149
Margen de EBITDA (%)	16,9	17,2
Flujo Generado por las Operaciones	160.926	203.714
Flujo de Caja Libre	(15.852)	50.127
Caja e Inversiones Corrientes	46.367	58.913
Deuda Total Ajustada	221.771	273.557
Deuda Total	0,9	1,1
Ajustada/EBITDAR (x)		
Deuda Total Ajustada /FGO (x)	1,3	1,3
EBITDAR/Intereses (x)	19,4	25,9

Fuente: Reportes de Agrosuper.

Informes Relacionados

Chilean Corporate Credit Indicators – First-Quarter 2016 (Junio 14, 2016)

Estadísticas Comparativas Empresas Chilenas (Junio 1, 2015)

Chilean Corporates Dashboard First-Half 2016 (Junio 1, 2015)

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

Alza de Clasificación: El alza en la clasificación de Agrosuper se basa en el fortalecimiento sostenido de la estructura de capital de la compañía gracias a su sólida capacidad de generación de caja. Esta ha implicado una reducción relevante de la deuda financiera en los últimos 4 años. Fitch Ratings espera que el endeudamiento, medido como deuda financiera /EBITDA, se mantenga en torno a 1,0 vez (x) en el mediano plazo. Lo anterior siempre y cuando se conserve la disciplina financiera en su política de reparto de dividendos y en el financiamiento de su plan de inversiones con flujos propios en los próximos períodos.

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

Endeudamiento Bajo en el Mediano Plazo: El endeudamiento de Agrosuper ha mostrado una reducción importante, alcanzando en 2015 y en los últimos 12 meses (UDM) a marzo de 2016 un indicador deuda financiera/EBITDA de 1,1x y 0,9x, respectivamente (0,8x y 0,7x neto de caja). Lo anterior se debió, principalmente, a la generación estable de flujo de caja operacional (FCO), sumado a menores niveles de capex. Pese a que en 2015 realizó un reparto de dividendos por 30% de su utilidad, la compañía mantiene su estrategia de reducción de deuda que le permitió disminuir 56% la deuda financiera a marzo de 2016, respecto al cierre de 2012.

Flujo de Fondos Libre se Mantendría Positivo pese a Mayores Inversiones: Para 2016 y 2017 se estima que las inversiones en capex estén en torno a los CLP100 mil millones por año, enfocadas en mejoras productivas y ambientales. Aunque estas inversiones son mayores a las registradas en 2014 y 2015 (CLP65,3 mil millones y CLP54,5 mil millones, respectivamente) Fitch opina que, de mantenerse una política de dividendos conservadora (30% de la utilidad) y la tendencia estable en la generación de flujos operacionales, Agrosuper generaría flujos suficientes para financiarlas sin mermar en forma relevante su liquidez y endeudamiento.

Factores de Riesgo: Los factores principales de riesgo provienen de la volatilidad que pueda registrar la oferta, relacionados a riesgos inherentes a la producción animal tales como enfermedades o problemas sanitarios que impliquen volatilidad en la producción o limitaciones en la comercialización de sus productos, además de potenciales restricciones en los mercados internacionales. Esta clasificación incorpora la volatilidad en el precio de los productos y los *commodities* que sirven de materia prima e insumos para la producción que representan un porcentaje alto del costo de explotación. Estos riesgos podrían traer consigo variaciones importantes en los flujos de caja operacional que implicarían deterioros en su perfil crediticio.

Sensibilidad de las Clasificaciones

Las clasificaciones de Agrosuper podrían afectarse de registrarse volatilidades en su resultado operacional o reducciones de su flujo de caja producto de mayores repartos de dividendos o mayores inversiones de las consideradas en este análisis y que impliquen un deterioro de su endeudamiento sostenido por sobre las 1,5x.

Considerando el alza en las clasificaciones realizada, Fitch no prevé mejoras en el corto plazo.

Perfil Financiero

Estructura de Deuda y Liquidez

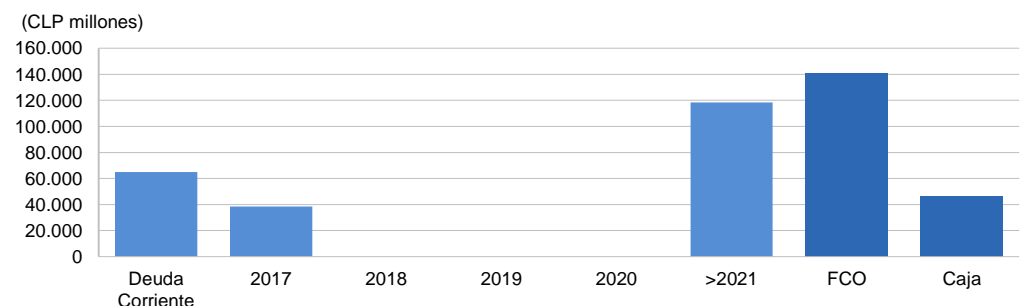
Agrosuper se caracteriza por tener un nivel de endeudamiento moderado y una estructura de capital conservadora. A marzo de 2016, la deuda financiera total alcanzó CLP221.771 millones, disminuyendo 18,9% respecto al cierre de 2015 (CLP273.557 millones). Esta reducción de deuda financiera implicó una mejora relevante en su indicador de endeudamiento, alcanzando un indicador deuda financiera / EBITDA de 0,9x en los UDM a marzo de 2016 (1,1x al cierre de 2015).

A marzo de 2016, 29,1% del total de la deuda financiera se encuentra denominada en pesos chilenos y el restante 70,9% en UF (unidad de fomento). Del total, 29,2% es deuda de corto plazo (denominada en pesos chilenos) y el 100% se encuentra pactado en tasa fija, si se consideran los instrumentos de cobertura de tasa tomados por la empresa.

La compañía posee la política de cubrir el descalce entre ingresos y costos en dólares utilizando cobertura de monedas. Esto es relevante considerando que una porción importante de los ingresos proviene de exportaciones y que 80% de los costos están indexados al dólar.

Agrosuper mantiene niveles de caja sólidos y una flexibilidad financiera mayor luego de la reducción de su deuda, alcanzando, a marzo de 2016, CLP46,3 mil millones (USD69 millones). La compañía enfrenta obligaciones financieras por CLP64,9 mil millones (USD97 millones) que corresponden en su totalidad a deuda utilizada para financiar capital de trabajo y que representa el total de su deuda bancaria. Su liquidez se complementa con un acceso amplio al mercado financiero, en el que se enmarcan las líneas de bonos por UF8,5 millones a 10 y 30 años destinadas a financiar inversiones y refinanciar pasivos. El próximo vencimiento relevante de deuda de la compañía es el bono por CLP38,5 mil millones que vence en 2017. Fitch no descarta el refinanciamiento de este instrumento.

Calendario de Amortizaciones



Fuente: Agrosuper.

Flujo de Caja e Indicadores Crediticios

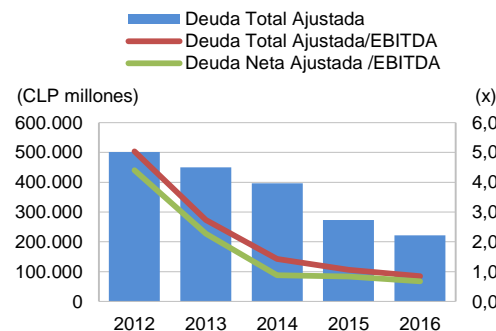
El 2015 finalizó con un crecimiento de ingresos de 1,3%, una reducción de 7% del EBITDA que alcanzó CLP258 mil millones y un margen sobre ingresos de 17,2% (18,7% en 2014). Lo anterior se debió a una evolución positiva del negocio de carnes, con crecimientos de ingresos y EBITDA de 7,7% y 11,3%, respectivamente, dada la estabilidad de los resultados en su unidad de pollos, la situación positiva en los precios en pavos y las condiciones estables en el

Metodologías Relacionadas

Metodología de Clasificación de Empresas no Financieras (Junio 1, 2015)

Metodología de Clasificación de Acciones en Chile (Junio 1, 2015)

Deuda Total Ajustada y Endeudamiento

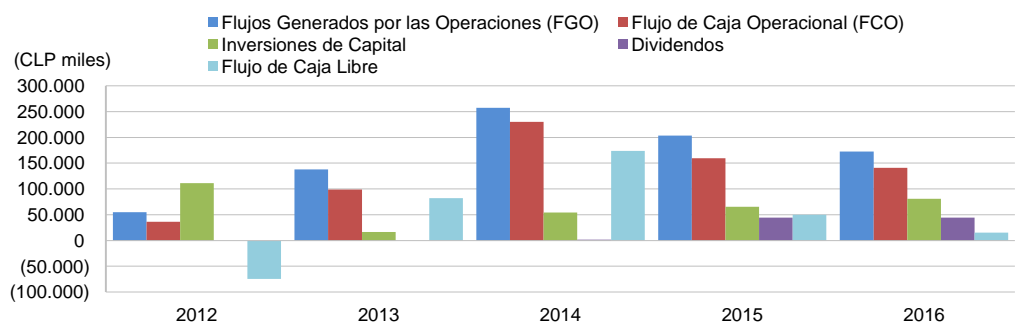


Fuente: Agrosuper.

precio del maíz. Estos resultados se compensaron, en gran parte, con la caída del 37,8% en los ingresos y la reducción considerable del EBITDA del negocio acuícola, que alcanzó una pérdida por CLP37 mil millones. Esto fue producto de la reducción importante de precios de venta registrados, dada la mayor competencia en mercados relevantes como Estados Unidos, por parte de Noruega.

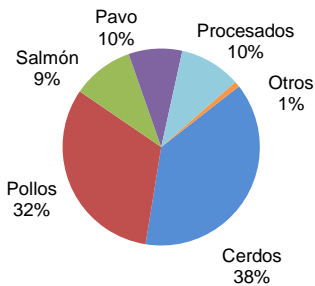
Para 2016 Fitch espera que el margen EBITDA de la compañía se encuentre en torno al 15% y se evidencie un crecimiento porcentual de ingresos cercano a 7%. La evolución estable del precio del maíz, sumado a las restricciones de oferta de cerdo se compensará en términos de margen con una normalización del precio de venta del pavo y una recuperación del precio de venta de salmón atlántico (en especial hacia el segundo semestre de 2016). Este crecimiento en el precio del salmón se ha debido al *shock* de oferta que implicó la presencia de *bloom* de algas en la X y XI regiones y al mayor equilibrio de oferta y demanda esperado en los próximos períodos.

Desempeño del Flujo de Caja



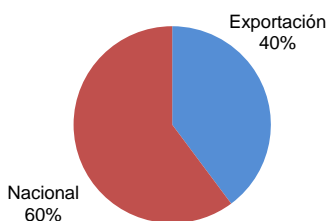
Fuente: Agrosuper.

Composición de Ingresos por Negocio, Año 2015



Fuente: Agrosuper.

Composición de Ingresos por Mercado, Año 2015



Fuente: Agrosuper.

Perfil de la Empresa

El grupo Agrosuper fue fundado en 1955. Comenzó su actividad como productor y comercializador de huevos, siguiendo en 1960 con la producción y comercialización de pollos, y desde 1974, el procesamiento y comercialización de carne de pollo. Desde esa fecha han integrado a su producción otras líneas de negocio tales como cerdos (1983), salmones (1989) y pavos (1996/2011). En la actualidad es el principal productor y comercializador de proteína animal y alimentos congelados de Chile, alcanzando al cierre del año móvil terminado en marzo de 2016, ventas por CLP1.547 mil millones, un EBITDA de CLP260 mil millones y una plana de más de 14 mil trabajadores directos.

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

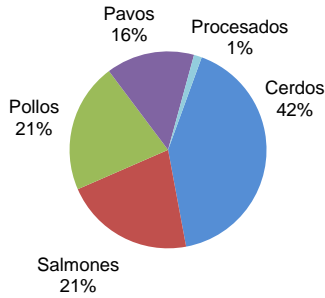
Estrategia

Agrosuper ha centrado su estrategia de crecimiento en la internacionalización de sus ventas. Las exportaciones han aumentado aproximadamente seis veces desde el 2000, alcanzando un 40% de las ventas totales en el 2015. En este contexto, Agrosuper ha buscado la expansión de su capacidad productiva con el fin de abastecer una demanda importante de los mercados internacionales.

Operaciones

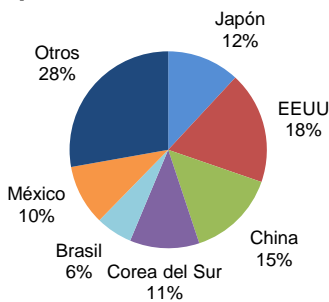
Agrosuper es el líder en el mercado de proteína animal en todas sus líneas de negocio a nivel nacional, con marcas altamente reconocidas, una amplia diversificación de productos (2.500 productos de pollo, cerdo, pavo, salmón y alimentos procesados), contando con una

Exportaciones por Negocio, Año 2015



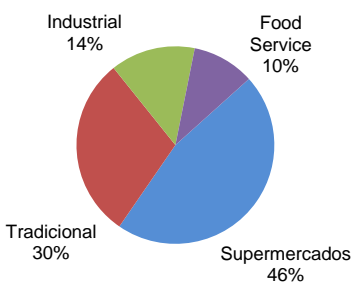
Fuente: Agrosuper.

Principales Destinos de Exportaciones, Año 2015



Fuente: Agrosuper.

Ingresos Nacionales por Canal de Distribución, Año 2015

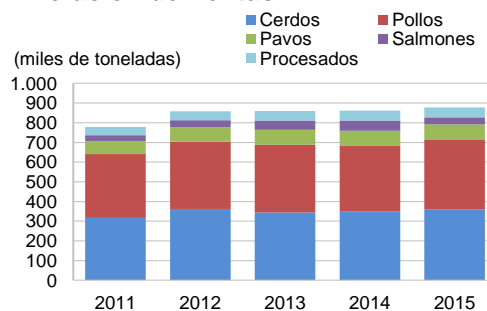


Fuente: Agrosuper.

integración vertical en su cadena de valor, desde la fabricación de alimento, pasando por la producción y el procesamiento, hasta su comercialización. Para esto, al cierre de 2015 la compañía contaba con cinco plantas de alimentación, 208 centros de crianza, 141 centros de producción, siete plantas de proceso y 33 centros de distribución a nivel nacional.

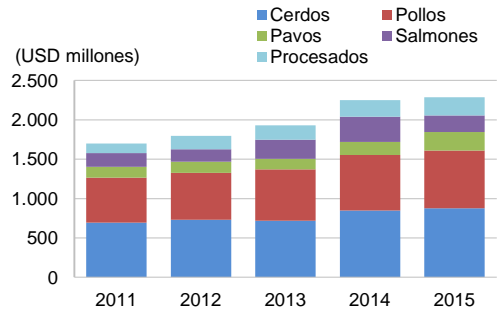
Agrosuper controla todas las etapas del proceso productivo, partiendo con la preparación del alimento balanceado. Para esto posee tres plantas, dos en la VI Región (Longovilo y Lo Miranda) y una en la V Región (Casablanca), con una capacidad productiva de 220 mil toneladas al mes (ton/mes), destinadas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

Evolución de Ventas



Fuente: Reportes de la compañía.

Evolución de Ventas

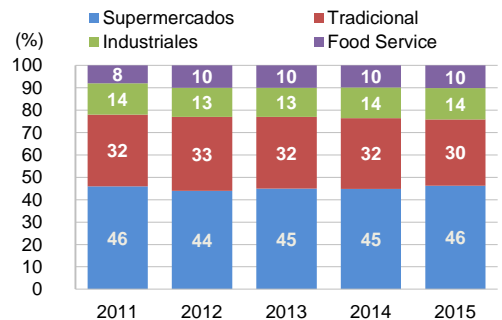


Fuente: Reportes de la compañía.

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

En 2015, 46% de las ventas nacionales de Agrosuper a nivel consolidado se llevaron a cabo mediante las principales cadenas de supermercados del país, lo que es razonable considerando que es la principal cadena de distribución a nivel nacional y la mayor cadena de frío para comercialización de productos. Pese a esto, el 30% de ventas realizadas a través del canal tradicional es relevante, si se contempla que el 80% de los locales comerciales a los que le vende (50 mil), se encuentran atendidos por esa red.

Evolución de Ventas Nacionales por Canal



Fuente: Reportes de la compañía.

A nivel nacional, posee una amplia red de distribución que le permite atender a 329 comunas. Para esto, la empresa cuenta con una flota subarrendada exclusiva de 550 camiones, los que recorren 960 mil kilómetros al mes, atendiendo aproximadamente a 50 mil locales comerciales.

En el 2015, un 40% de las ventas correspondieron a exportaciones (41% en los UDM a marzo de 2016), porcentaje que ha ido en franco crecimiento a partir del 2000, cuando la compañía comenzó un fuerte plan de internacionalización. Lo anterior ha significado alcanzar 292 mil toneladas de exportaciones en el 2015, transformándose este canal de venta en uno de los focos estratégicos de crecimiento en los próximos años.

Esta estrategia, enfocada en potenciar el continuo crecimiento en mercados internacionales mediante nichos de exportación con productos locales, ha ido acompañada de la apertura de

nuevas oficinas comerciales internacionales dedicadas a atender los respectivos mercados. Actualmente posee seis de estas oficinas ubicadas en Italia (2002), Estados Unidos (2003), Japón (2004), México, China (2005 y 2012) y la última en Los Angeles (Estados Unidos 2016). Con el fin de potenciar su actividad exportadora en el mercado asiático, Agrosuper creó una filial en Shanghai (donde ya contaba con una oficina de representación). Mediante asociaciones y alianzas estratégicas con grandes retailers, distribuidoras y cadenas de food service se busca comenzar la creación de cadenas de distribución importantes en el extranjero. En el 2015, estas oficinas comerciales llegaron a tener 746 clientes internacionales. Por otra parte, la compañía exportó a más de 58 países, donde Estados Unidos, China, Japón, Corea del Sur, México y Brasil representaron 72% del total exportado.

Actualmente, Agrosuper posee una cartera de más de 50 mil clientes en Chile y el mundo, no representando los 10 más grandes, más de un 9% del total de ventas. Además, la compañía cuenta con más de 9 mil proveedores en Chile y el mundo.

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

Análisis Emisores Comparables

(USD miles)	Agrosuper S.A.	BRF S.A.	JBS S.A.	Marfrig Global Foods S.A.	Minerva S.A.	Tyson Foods, Inc.
UDM a partir de	31 mar 2016	31 mar 2016	31 mar 2016	31 mar 2016	31 mar 2016	2 ene 2016
Escala Internacional (IDR)	-	BBB	BB+	B+	BB-	BBB
Escala Nacional	AA-(cl)	AAA (bra)	AA+(bra)	BBB+(bra)	A-(bra)	--
Outlook	Estable	Estable	Estable	Positivo	Estable	Estable
Estadísticas Financieras						
Ingresos	2.195.174	8.447.062	43.927.469	5.013.226	2.464.464	39.708.000
Crecimiento de los Ingresos (%)	3,4	15,9	35,3	(10,9)	25,3	0,2
EBITDA	370.040	1.457.316	3.328.957	477.039	276.416	3.254.000
Margen EBITDA (%)	16,9	17,3	7,6	9,5	11,2	8,2
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	228.228	895.939	(357.722)	73.745	93.715	2.645.000
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(22.481)	(252.335)	1.722.863	107.143	8.034	1.878.000
Deuda Total Ajustada	328.502	5.606.770	2.306.980	296.996	1.853.808	8.066.600
Efectivo y Equivalente de Efectivo	68.682	1.824.362	4.296.217	1.457.008	942.593	1.187.000
Inversiones de Capital	(114.927)	(622.052)	(1.093.728)	(99.465)	(63.488)	(811.000)
Indicadores Crediticios						
EBITDA / Intereses	19,4	4,4	3,2	1,3	1,3	7,0
FGO/Cargos Fijos	12,8	3,7	0,4	1,1	1,3	6,7
Deuda Total Ajustada / EBITDAR	0,9	3,5	0,6	0,6	6,1	2,5
Deuda Total Ajustada Neta / EBITDAR	0,7	2,3	(0,5)	(2,2)	3,0	2,1

IDR – Issuer Default Rating. UDM - Ultimos 12 meses.
Fuente: Fitch.

Características de los Instrumentos

Líneas de Bonos

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

Historial de Clasificación: Líneas de Bonos

Fecha	Clasificación/Outlook
23-jun-2016	AA-(cl) / Estable
25-jun-2015	A+(cl) / Estable
30-jun-2014	A+(cl) / Estable
01-jul-2013	A(cl) / Estable
11-ene-2013	A(cl) / Estable
28-nov-2012	A(cl) / RW Negativo
29-may-2012	A(cl) / RW Negativo
25-ago-2011	A(cl) / Estable

RW: Rating Watch.
Fuente: Fitch.

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

Colocación de Bonos Serie D con Cargo a la Línea No. 679: El 20 de diciembre de 2011, Agrosuper colocó en el mercado financiero la serie D de bonos con un plazo de 21 años por UF5 millones. Los fondos obtenidos por esta colocación han sido utilizados para el refinanciamiento de pasivos y el financiamiento de inversiones.

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

Garantías y Covenants: Las emisiones con cargo a estas líneas cuentan con el aval de la filial Agrosuper Comercializadora de Alimentos Ltda., y Agrícola Super Ltda. Las emisiones tienen como *covenant* financiero no superar un indicador de endeudamiento, medido como obligaciones financieras netas de caja/patrimonio, de 1,0x. Al 31 de marzo de 2016 y a diciembre de 2015 la compañía cumple con esta restricción. Este indicador es medido en base a los estados financieros de Agrosuper S.A consolidado.

Detalle Deuda Vigente

Línea N°	679	678	678	679
Serie	D	E	F	I
Fecha emisión	20-12-2011	06-09-2012	--	--
Monto Inscrito	UF5 MM	UF 3,5 MM	CLP 79.000 MM	UF3,5 MM
Monto colocado	UF 5 MM	UF 1,5 MM	--	--
Tasa Int. Colocación	4.78%	3.78%	--	--
Plazo / Gracia (años)	21 años / 10 años	5 años / N/A	5 años / N/A	21 años / 15 años
Pago de intereses	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral
Amortización	Semestral	Al Vencimiento	Al Vencimiento	Semestral
Primera Amortización	01-03-2022	N/A	N/A	01-03-2028
Vencimiento	01-09-2032	01-09-2017	01-09-2017	01-09-2033
Rescate Anticipado	01-09-2016	01/09/2014	01-09-2014	01-09-2016

Fuente: Agrosuper, SVS.

Historial de Clasificación: Acciones

Fecha	Clasificación
23-jun-2016	Retirada
25-jun-2015	Primera Clase Nivel 4(cl)
30-jun-2014	Primera Clase Nivel 4(cl)
01-jul-2013	Primera Clase Nivel 4(cl)
11-ene-2013	Primera Clase Nivel 4(cl)
29-may2012	Primera Clase Nivel 4(cl)
21-oct-2011	Primera Clase Nivel 4(cl)

Fuente: Fitch.

Acciones

En octubre de 2015 la compañía anunció la cancelación del registro de la emisión de acciones, considerando vencido el plazo de su colocación inscrita en marzo de 2012 y con un plazo de colocación de 3 años. Considerando lo anterior, Fitch ratifica y retira la clasificación de acciones de la compañía.

Agrosuper S.A.

Supuestos Clave de la Proyección

- Niveles de endeudamiento bruto se mantienen por debajo de 1,0x en el mediano plazo.
- Margen EBITDA estará en torno a 15% en el mediano plazo.
- Para 2016 y 2017 el capex estimado será de CLP100 mil millones por año.
- Retiros de dividendos de 30% sobre la utilidad del ejercicio. En 2016 no se realizan repartos

(CLP 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	1.484.337.354	1.503.869.108	1.623.246.142	1.697.567.265	1.777.977.315
Variación de Ventas	14,2%	1,3%	7,9%	4,6%	4,7%
EBITDA Operativo	278.151.655	258.148.718	257.840.044	261.811.685	274.318.183
Margen de EBITDA Operativo	18,7%	17,2%	15,9%	15,4%	15,4%
EBITDAR Operativo	278.151.655	258.148.718	257.840.044	261.811.685	274.318.183
Margen de EBITDAR Operativo	18,7%	17,2%	15,9%	15,4%	15,4%
EBIT Operativo	219.210.653	200.920.536	207.578.044	208.849.685	218.636.183
Margen de EBIT Operativo	14,8%	13,4%	12,8%	12,3%	12,3%
Intereses Financieros Brutos	-15.776.535	-9.967.744	-10.327.824	-7.936.277	-7.526.970
Resultado antes de Impuestos	180.783.970	150.222.459	192.500.219	196.163.408	206.359.213
Resumen de Balance General					
Efectivo Disponible	154.136.133	58.913.497	35.501.999	45.333.867	92.397.323
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	396.843.646	273.557.005	185.457.411	167.266.004	167.266.004
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	396.843.646	273.557.005	185.457.411	167.266.004	167.266.004
Deuda Neta	242.707.513	214.643.508	149.955.412	121.932.137	74.868.681
Resumen de Flujo de Caja					
EBITDA Operativo	278.151.655	258.148.718	257.840.044	261.811.685	274.318.183
Intereses Pagados en Efectivo	-13.453.187	-9.957.385	-10.327.824	-7.936.277	-7.526.970
Costo de Financiamiento Implícito	3,2%	3,0%	4,5%	4,5%	4,5%
Impuestos Pagados en Efectivo	-15.827.795	-48.451.436	-48.125.055	-51.002.486	-55.716.987
Dividendos de Cías. Asociadas Menos Distrib. a Particip. Minoritarias	4.313	2.271	0	0	0
Otros Conceptos antes de Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	8.300.069	3.971.636	1.250.000	1.250.000	1.250.000
Flujo Generado por la Operaciones (FGO)	257.175.055	203.713.804	200.637.165	204.122.922	212.324.225
Margen de FGO	17,3%	13,5%	12,4%	12,0%	11,9%
Variación del Capital de Trabajo	-27.303.746	-43.952.063	-35.307.808	-28.999.767	-25.835.304
Flujo de Caja Operativo (FCO)	229.871.309	159.761.741	165.329.357	175.123.154	186.488.921
Flujo de Caja No Operativo/No Recurrente Total					
Inversiones de Capital (Capex)	-54.552.570	-65.324.985			
Intensidad de Capital (Capex/Ingresos)	3,7%	4,3%			
Dividendos Comunes	-1.471.563	-44.309.870			
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	207.008	1.302.291			
Inv. de Capital, Dividendos, Adquisiciones y Otros Conceptos antes de FFL	-55.817.125	-108.332.564	-100.641.261	-147.099.880	-139.425.465
FFL Después de Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos	174.054.184	51.429.177	64.688.096	28.023.275	47.063.456
Margen del FFL (Después de Adquisiciones Netas)	11,7%	3,4%	4,0%	1,7%	2,6%
Otros Flujos de Inversiones y Financiamientos	-1.401.159	-4.084.703	0	0	0
Variación Neta de Deuda	-94.228.148	-142.567.110	-88.099.594	-18.191.407	0
Variación Neta de Capital			0	0	0
Variación de Caja y Equivalentes	78.424.877	-95.222.636	-23.411.498	9.831.868	47.063.456
Razones de Cobertura (x)					
FGO/Intereses Financieros Brutos	20,0	21,3	20,3	26,6	29,0
FGO/Cargos Fijos	20,0	21,3	20,3	26,6	29,0
EBITDAR Operativo/Intereses Financieros + Alquileres	17,6	25,9	25,0	33,0	36,4
EBITDA Operativo/Intereses Financieros	20,7	25,9	25,0	33,0	36,4
Razones de Apalancamiento (x)					
Deuda Total Ajustada/EBITDAR Operativo	1,4	1,1	0,7	0,6	0,6
Deuda Total Ajustada Neta / EBITDAR Operativo	0,9	0,8	0,6	0,5	0,3
Deuda Total con Asimilable al Patrimonio / EBITDA Operativo (x)	1,4	1,1	0,7	0,6	0,6
Deuda Total Ajustada/FGO	1,5	1,3	0,9	0,8	0,8
Deuda Total Ajustada Neta /FGO	0,9	1,0	0,7	0,6	0,3

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 ESTAN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: WWW.FITCHRATINGS.COM. 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, 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 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 afirmo 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 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.