

# Quiñenco S.A.

## Informe de Clasificación

### Clasificaciones

#### Escala Nacional

Solvencia	AA(cl)
Líneas de Bonos	AA(cl)
Acciones	1ª Clase Nivel 2(cl)

### Perspectiva(s)

Solvencia	Estable
Línea de Bonos	Estable

### Resumen Financiero

#### Quiñenco S.A. (Análisis Individual)

(CLP millones)	31 dic 2016	31 dic 2015
Dividendos Recibidos	79.595	82.585
Deuda Individual	664.607	415.128
Deuda Neta Individual	359.354	289.719
Efectivo y Equivalente	305.253	131.409
Deuda Total / Dividendo (x)	8,35	5,02
Deuda Neta / Dividendo (x)	4,51	3,51
Dividendos / Gastos Financieros	4,28	4,32
Préstamo Valor (%)	12,4	10,8

x: veces.

Fuente: Quiñenco y cálculos de Fitch.

### Informes Relacionados

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

[Estadísticas Comparativas Empresas Chilenas – 2016 \(Junio 15, 2016\).](#)

### Analistas

Rodolfo Schmauk  
+56 2 2499 3341  
[rodolfo.schmauk@fitchratings.com](mailto:rodolfo.schmauk@fitchratings.com)

Abraham Martínez  
+56 2 2499 3317  
[abraham.martinez@fitchratings.com](mailto:abraham.martinez@fitchratings.com)

### Factores Clave de las Clasificaciones

**Portafolio Diversificado en Compañías con Perfil de Riesgo Bajo:** Cerca de 80% de los dividendos que recibe Quiñenco S.A. (Quiñenco) provienen de compañías con clasificaciones de riesgo asignadas por Fitch Ratings en el rango más alto de la escala, como son Banco de Chile [BCH, 'AAA(cl)'] y Compañía Cervecerías Unidas S.A. [CCU, 'AA+(cl)']. Fitch incorpora en su análisis que Quiñenco está abierta a invertir en distintas áreas de negocio que presenten oportunidades, lo que es positivo en términos de diversificación; no obstante, podría presionar sus indicadores crediticios.

**Banco de Chile con Posición de Liderazgo en Industria Bancaria:** BCH mantiene posiciones dominantes en prácticamente todos los segmentos del mercado relevante, siendo el primero en préstamos comerciales (17,6%), en volumen de activos administrados de fondos mutuos (20,9%) y en la participación en cuentas corrientes y saldos vista (23,0%). Las clasificaciones de BCH reflejan su franquicia doméstica sólida e importancia sistémica en un entorno operativo estable, una base de ingresos diversificada, estructura de fondeo eficiente, calidad de activos elevada y mejoras sistemáticas en su indicador de Capital Base según Fitch.

**Flexibilidad Financiera Alta:** A diciembre de 2016, Quiñenco presentaba una flexibilidad financiera sólida. A esa fecha, la compañía cubría con su caja de CLP305 mil millones, junto con su flujo de caja operacional anual, más de 18 años de sus próximas amortizaciones. Además, la compañía tiene acceso, de requerirlo, a los USD207 millones que Techpack mantiene en caja tras la venta de sus activos principales. Quiñenco cuenta con un probado acceso al mercado de capitales y activos con liquidez bursátil alta. Además, la entidad ha mostrado su disposición a reducir participación en sus empresas para mejorar la liquidez o rentabilizar sus inversiones.

**Endeudamiento Individual Alto:** A diciembre de 2016, Quiñenco tuvo una relación de deuda financiera a dividendos recibidos de 8,4 veces (x) y una cobertura de gastos financieros estimada de 4,3x, que son acotadas para la clasificación en comparación con sus pares corporativos. A la misma fecha, Quiñenco mantenía una deuda financiera a nivel individual, sin considerar LQ Inversiones Financieras S.A. (LQIF), de CLP665 mil millones cuyo vencimiento es holgado. El mayor endeudamiento fue mitigado por la buena liquidez que presentó la compañía a dicha fecha, además de un indicador sólido de préstamo valor (*loan-to-value*), calculado sobre la base del valor de mercado de sus activos que transan, más el valor libro de Enx de 12,4%.

### Sensibilidad de las Clasificaciones

Una baja en la clasificación de Quiñenco podría producirse por uno o más de los siguientes factores: una baja en la clasificación de las filiales principales que le reparten dividendos; una reducción relevante en la política de dividendos de dichas filiales; un deterioro consistente en los indicadores de flexibilidad financiera de Quiñenco a nivel individual.

Fitch ve poco probable un alza en la clasificación de Quiñenco, debido a la subordinación de su deuda y al manifiesto interés de la compañía en mantener una estrategia de inversiones dinámica, lo que limitaría su capacidad de fortalecer el perfil de endeudamiento.

**Hechos Recientes**

El 30 de diciembre de 2016, Quiñenco alcanzó el 100% de la propiedad de Techpack, sociedad que previamente había vendido su filial operativa, Alusa. Los activos de Techpack se componen principalmente de USD207 millones de caja, USD30 millones de activos para la venta y USD12 millones de acciones de Nexans.

Quiñenco realizó la colocación de las series de bonos R en junio de 2016 y S en diciembre de 2016, ambas por UF5 millones, con vencimiento en 2039 y 2044, respectivamente. Al menos 10% de los fondos de la serie R serán utilizados para el refinanciamiento de pasivos, mientras que 50% en inversiones de la compañía. El fondo S considera al menos 70% de los fondos destinados al plan de inversión de la compañía.

**Perfil Financiero**

**Estructura de Deuda y Liquidez**

A nivel individual, Quiñenco tiene una deuda de CLP665 mil millones. Esta se compone de bonos denominados en unidades de fomento.

Quiñenco tiene un calendario de amortizaciones de su deuda manejable, con el grueso de esta pactada a más de 15 años. Al 31 de diciembre de 2016, los vencimientos para 2017 y 2018 llegaron a CLP25 mil millones, para luego tener vencimientos en torno a CLP10 mil millones por los próximos 8 años. Quiñenco presenta una liquidez fuerte, con una caja de CLP305 mil millones al 31 de diciembre de 2016, a los que se le suman los USD207 millones de caja en Techpack. La caja y dividendos proyectados de la compañía cubren con creces sus vencimientos de corto plazo, alcanzando a cubrir más de 18 años de amortizaciones.

**Flujo de Caja e Indicadores Crediticios**

Quiñenco es una compañía *holding*; por lo tanto, el análisis que hace Fitch es relativo a la cantidad y calidad de los dividendos percibidos por la compañía, frente a sus obligaciones financieras. En los últimos años, la filial más relevante en términos de reparto de dividendos ha sido LQIF (matriz de Banco de Chile).

**Metodologías Relacionadas**

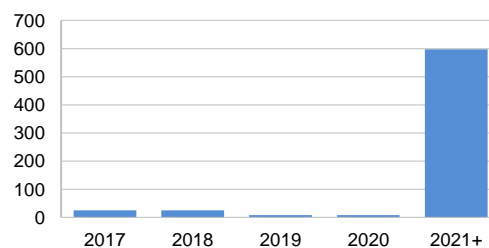
[Metodología de Clasificación de Empresas no Financieras \(Junio 1, 2015\).](#)

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

**Calendario de Vencimiento de Bono Quiñenco**

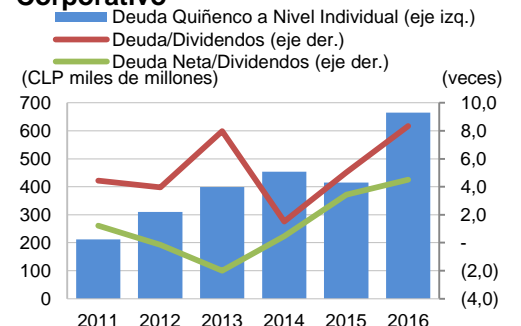
Diciembre 2016

(CLP miles de millones)



Fuente: Quiñenco.

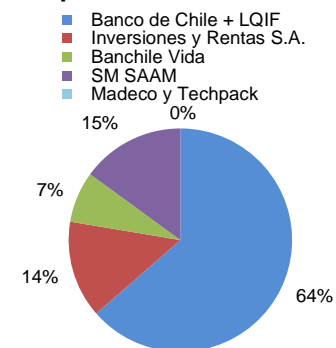
**Indicadores de Endeudamiento Corporativo**



Fuente: Quiñenco.

Considerando los flujos de dividendos que la compañía recibe anualmente, a diciembre de 2016, los indicadores de deuda a dividendos y deuda neta a dividendos individual de Quiñenco resultaron en torno a las 8,4x y 4,5x, respectivamente, mientras que en términos de cobertura, el indicador de dividendos a gastos financieros alcanzó 4,3x. Dichos indicadores exhibieron un deterioro respecto

**Composición de Dividendos**



Fuente: Quiñenco.

al año previo, principalmente debido al incremento de deuda por las nuevas emisiones de junio de 2016 y diciembre de 2016, así como una leve caída en los dividendos percibidos.

Tras la reciente venta de Alusa, Techpack mantiene efectivo por USD207 millones, cuyo propósito debe ser aún determinado por el directorio de la compañía, 100% de Quiñenco. Para 2018 en adelante, Fitch espera un incremento en los dividendos recibidos por parte de BCH debido a que se terminaría el pago de la deuda con el Banco Central de Chile y también confía en ver dividendos en el mediano plazo de Enex, Invexans y/o Compañía Sudamericana de Vapores (CSAV).

Los indicadores de endeudamiento relativamente altos son mitigados por un portafolio de inversiones de valor y liquidez elevados en comparación con su deuda, lo que le permitiría tener acceso a recursos adicionales en caso de necesitarlos. Al 31 de diciembre de 2016, la compañía presentaba un indicador de préstamo valor (deuda financiera individual bruta a valor económico de los activos) de 12,4%, considerando el valor de mercado de las operaciones que transan en bolsa y el valor libro de las que no transan.

**Dividendos Recibidos de Filiales**

(CLP millones, nominales)	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Dividendos</b>	<b>78.246</b>	<b>50.112</b>	<b>301.342</b>	<b>82.585</b>	<b>79.595</b>
Banco de Chile + LQIF	42.000	6.500	267.976	50.346	50.599
Inversiones y Rentas S.A.	16.462	15.082	17.360	16.331	11.197
Banchile Vida	18.2330	21.450	7.293	7.956	5.890
SM SAAM	0	5.267	8.675	7.956	11.909
Otros	1.551	1.813	38	0	0

Fuente: Quiñenco S.A.

**Cifras destacadas de sus Inversiones Principales**

Producción	CCU	Enex	SM SAAM	Nexans (Invexans)	CSAV
Ingresos	1.558.898	1.691.434	266.522	5.814	85.831
EBITDA	279.036	49.726	63.369	383	(3.841)
Deuda	184.624	63.838	221.429	1.236	62.817
Caja	133.790		96.677	1.025	36.439
Deuda /EBITDA (veces)	0,7	1,3	3,5	3,3	Negativo
Deuda Neta/EBITDA (veces)	0,2		1,9	0,6	Negativo

Nota: Cifras en CLP miles de millones. Para Nexans (Invexans) las cifras son en EUR millones.  
Fuente: Compañías del holding y cálculos de Fitch.

**Perfil de la Empresa**

Quiñenco es la sociedad matriz de uno de los conglomerados económicos más grandes del país. A través de sus filiales, mantiene posiciones de mercado sólidas y diversificadas en los sectores bancario, industrial y energético. Gestiona activos por aproximadamente USD71 mil millones.

**Estrategia**

Quiñenco se enfoca en el desarrollo sustentable de las empresas en las cuales invierte. Privilegia el desarrollo de marcas y franquicias de consumo masivo para generar sinergias y economías de escala a través de la complementación de negocios y redes de distribución. La compañía busca generar alianzas con socios de clase mundial para crear negocios conjuntos y beneficiarse de la experiencia y el conocimiento del negocio.

El holding busca fortalecer las habilidades de generación de valor de los negocios existentes para aumentar el valor de las sociedades en las que invierte e incrementar su retorno mediante dividendos. Desde una perspectiva de largo plazo, el holding no descarta eventuales

desinversiones, e históricamente lo ha hecho, en la medida que agreguen más valor a sus accionistas que el retenerlas.

### Operaciones

Las sociedades principales en las que Quiñenco cuenta con control y/o participación son las siguientes.

**Banco de Chile:** mantiene una posición de liderazgo en la industria bancaria. La propiedad de BCH pertenece 51,1% a LQIF. Quiñenco y Citigroup son accionistas con 50% de LQIF cada una. BCH conserva posiciones dominantes en todos los segmentos dentro de la industria bancaria; siendo el primero en préstamos comerciales (17,6%), en volumen de activos administrados de fondos mutuos (20,9%) y en la participación en cuentas corrientes y saldos vista (23,0%). La clasificación asignada al banco incorpora su importancia sistémica, su base de ingresos amplia y diversificada, una estructura de fondeo eficiente, la calidad de activos elevada, fuertes indicadores de Capital Base según Fitch y su desempeño sólido en los últimos años a pesar de la volatilidad mayor de los mercados.

**CCU:** Clasificada por Fitch Ratings en AA+(cl), esta entidad presenta un perfil crediticio holgado. CCU es controlada en conjunto con Heineken, es el mayor productor de cerveza en Chile, el segundo actor en el mercado de cervezas en Argentina y del mercado de bebidas no alcohólicas local, donde participa con bebidas gaseosas carbonatadas, agua mineral y purificada, y néctares. Además, cuenta con una participación relevante en la industria vitivinícola de Chile, así como en el mercado del pisco y, a partir de 2012, expandió su presencia en Latinoamérica con la entrada en el mercado de bebidas y cervezas en Paraguay, Bolivia y Colombia. CCU tiene una capitalización bursátil de USD4,1 mil millones y una estructura de capital conservadora y niveles altos de liquidez. Al 31 de diciembre de 2016, el endeudamiento de la compañía, medido como deuda a EBITDA, fue 0,7x y deuda neta a EBITDA de 0,2x.

**SM SAAM:** Es de propiedad en 52,2% de Quiñenco. Es uno de los mayores operadores portuarios de Sudamérica (29% del ingreso), el cuarto mayor actor a nivel mundial en el mercado de remolcadores (47% del ingreso) y posee un negocio regional importante de servicios logísticos de comercio exterior (24% del ingreso). Cuenta con más de 80 puertos en 15 países y 177 remolcadores, y tiene una capitalización bursátil de USD940 millones.

**Enex:** Es el segundo mayor distribuidor de combustibles del país y licenciataria en Chile de la empresa angloholandesa Shell, con una participación de 21,4% en el mercado total de combustibles y de 24,7% en el segmento de estaciones de servicio. Cuenta con una red de 470 estaciones de servicio que operan bajo la marca Shell y participa en otras áreas de negocio, como la operación de tiendas de conveniencia, la venta de combustibles industriales, y la distribución de lubricantes, asfaltos y productos químicos. Quiñenco posee 100% de la compañía, la que tiene un valor libro de USD840 millones.

**Compañía Sudamericana de Vapores:** Clasificada por Fitch en BBB-(cl), con *rating watch* negativo. Es el mayor accionista de la naviera alemana Hapag-Lloyd, con una participación de 31,35% al cierre de 2016. Hapag-Lloyd es uno de los mayores operadores a nivel mundial en el segmento de portacontenedores. Además, CSAV opera negocios de transporte de automóviles, transporte de carga a granel líquido y operación logística y *freight forwarder* a través del grupo de subsidiarias Norgistics. CSAV tiene una capitalización bursátil de USD1.122 millones y Quiñenco es dueño de 56% de su propiedad.

**Invexans:** Es la filial a través de la cual Quiñenco participa en Nexans, líder global en producción y comercialización de cables utilizados por empresas de las áreas de transmisión y

distribución de energía, infraestructura de datos, recursos energéticos, transporte y construcción. Al 31 de diciembre de 2016, Quiñenco posee 98,6% de Invexans, la cual a su vez posee 28,5% de la propiedad de Nexans, siendo su accionista principal. En el directorio de Nexans, Invexans está representada por tres miembros y, además, tiene representación en los tres comités de directores existentes.

**Techpack:** Tras la reciente oferta pública de acciones (OPA), Techpack es en 100% propiedad de Quiñenco. Luego de que la compañía vendiera su negocio de envases flexibles en 2016, Techpack quedó con caja por USD207 millones, activos disponibles para la venta por aproximadamente USD30 millones y acciones de Nexans por USD12 millones. El uso de la caja debe aún ser determinado por el directorio.

## Características de los Instrumentos

### Líneas de Bonos

Línea No.	715	715	426	595	595
Serie	Serie J	Serie O	Serie G	Serie E	Serie H (No Colocada)
Plazo Línea	30 años	30 años	10 años	10 años	10 años
Monto Aprobado	MUF 6.000	MUF6.000	MUF 4.700	MUF 5.000	MUF 5.000
Plazo Emisión	21 años	21 años	7 años	7 años	8 años
Monto Colocado	MUF3.000	MUF2.375	MUF 2.325	MUF 2.500	Sin Colocaciones
Tasa Interés Anual (%)	3.85	3.40	3.5	3,35	
Amortización	Anual	Anual	Anual	Anual	
Primer	1 jun 2033	21 jul 2035	1 dic 2014	1 jun 2014	
Última	1 jun 2034	21 jul 2035	1 dic 2018	1 jun 2018	
Rescate Anticipado	1 jun 2018	21 jul 2019	1 dic 2014	1 jun 2014	

MUF: miles de unidades de fomento.  
Fuente: Quiñenco S.A. y Superintendencia de Valores y Seguros.

Línea No.	595	427	427	596	596
Serie	Serie I	Serie C	Serie L (no colocada)	Serie F	Serie N (no colocada)
Plazo Línea	10 años	35 años	35 años	30 años	30 años
Monto Aprobado	MUF 5.000	MUF4.700	MUF4.700	MUF 7.000	MUF 7.000
Plazo Emisión	8 años	21 años	21 años	21 años	12 años
Monto Colocado	MUF 1.000	MUF2.325	Sin Colocaciones	MUF 4.500	Sin Colocaciones
Tasa Interés Anual (%)	3,7	4.0		3.85	
Amortización	Anual	Anual		Anual	
Primer	1 jun 2019	1 dic 2027		1 jun 2022	
Última	1 jun 2021	1 dic 2032		1 jun 2032	
Rescate Anticipado	1 jun 2016	1 dic 2016		1 jun 2016	

MUF: miles de unidades de fomento.  
Fuente: Quiñenco S.A. y Superintendencia de Valores y Seguros.

Línea No.	714	819	820	820
Serie	Serie M (No Colocada)	Series P, Q y T M (No Colocadas)	Serie R	Serie S
Plazo Línea	10 años	10 años	30 años	30 años
Monto Aprobado	MUF 6.000	MUF 10.000	MUF 5.000	MUF 5.000
Plazo Emisión	7 años		23 años	28 años
Monto Colocado	Sin Colocaciones		MUF 5.000	MUF 5.000
Tasa Interés Anual (%)			3,15	3,15
Amortización			Anual	Anual
Primer			1 jun 2036	1 dic 2040
Última			1 jun 2039	1 dic 2044
Rescate Anticipado			1 jun 2021	1 dic 2021

MUF: miles de unidades de fomento.  
Fuente: Quiñenco S.A. y Superintendencia de Valores y Seguros.

**Historial de Clasificación:**

**Solvencia**

Fecha	Clasificación/Perspectiva
4 may 2017	AA(cl)/Estable
6 may 2016	AA(cl)/Estable

Fuente: Fitch.

**Historial de Clasificación:**

**Acciones**

Fecha	Clasificación
4 may 2017	Primera Clase Nivel 2(cl)
6 may 2016	Primera Clase Nivel 2(cl)

Fuente: Fitch.

**Covenants**

	Covenant	Indicador a dic 2016
<b>Covenants de Cálculo Trimestral</b>		
Nivel de Endeudamiento Consolidado <sup>a</sup> (veces)	0,62	0,19
Nivel de Endeudamiento Individual <sup>a</sup> (veces)	0,47	0,20
Patrimonio Mínimo Consolidado <sup>b</sup> (CLP miles de millones)	809.849	2.998.6283.021.807
Activos Libres de Gravámenes Sobre Deuda (veces)	1,3	4,6
<b>Otros Resguardos</b>		
Grupo Luksic debe Mantener Control de Quiñenco	Sí	Sí

<sup>a</sup> Deuda Financiera a Capitalización Total. <sup>b</sup> (Patrimonio Controlador).

Fuente: Quiñenco.

**Acciones**

La clasificación de los títulos accionarios de Quiñenco se fundamenta en la solvencia adecuada que exhibe la compañía, su larga trayectoria transando en bolsa, un patrimonio bursátil elevado que, al 28 de abril de 2017, llegó a USD4.534 millones y volúmenes transados promedio diarios en el último año superior a los USD600 mil. Quiñenco presenta un capital flotante (*free float*) de 19%, lo que limita sus niveles de presencia bursátil, la que alcanzó 63,3% en mayo de 2016.

**Quiñenco**

	Mayo 2017	Mayo 2016	Mayo 2015
Precio de Cierre (CLP)	1.811	1.300,0	1.340,0
Rango de Precio (CLP) (52 semanas)	1.255 – 1.820	1.146-1.450	1.100-1.399
Capitalización Bursátil (USD millones) <sup>a</sup>	4.534	3.278	3.395
Valor Económico de los Activos (USD millones) <sup>b</sup>	5.383	4.949	5.387
<b>Liquidez</b>			
Presencia Bursátil (%)	63,3	69,44	67,78
Volumen Promedio del Último Mes (USD miles)	4.099,3	734,9	201,7
Volumen Promedio del Último Año (USD miles)	627,3	401,6	445,3
Pertenece al IPSA	Sí	Sí	Sí
Capital Flotante ( <i>Free Float</i> ) (%)	19,00	19,00	19,00
<b>Rentabilidad</b>			
Rentabilidad Accionaria (año móvil) (%)	43,20	(2,26)	8,5

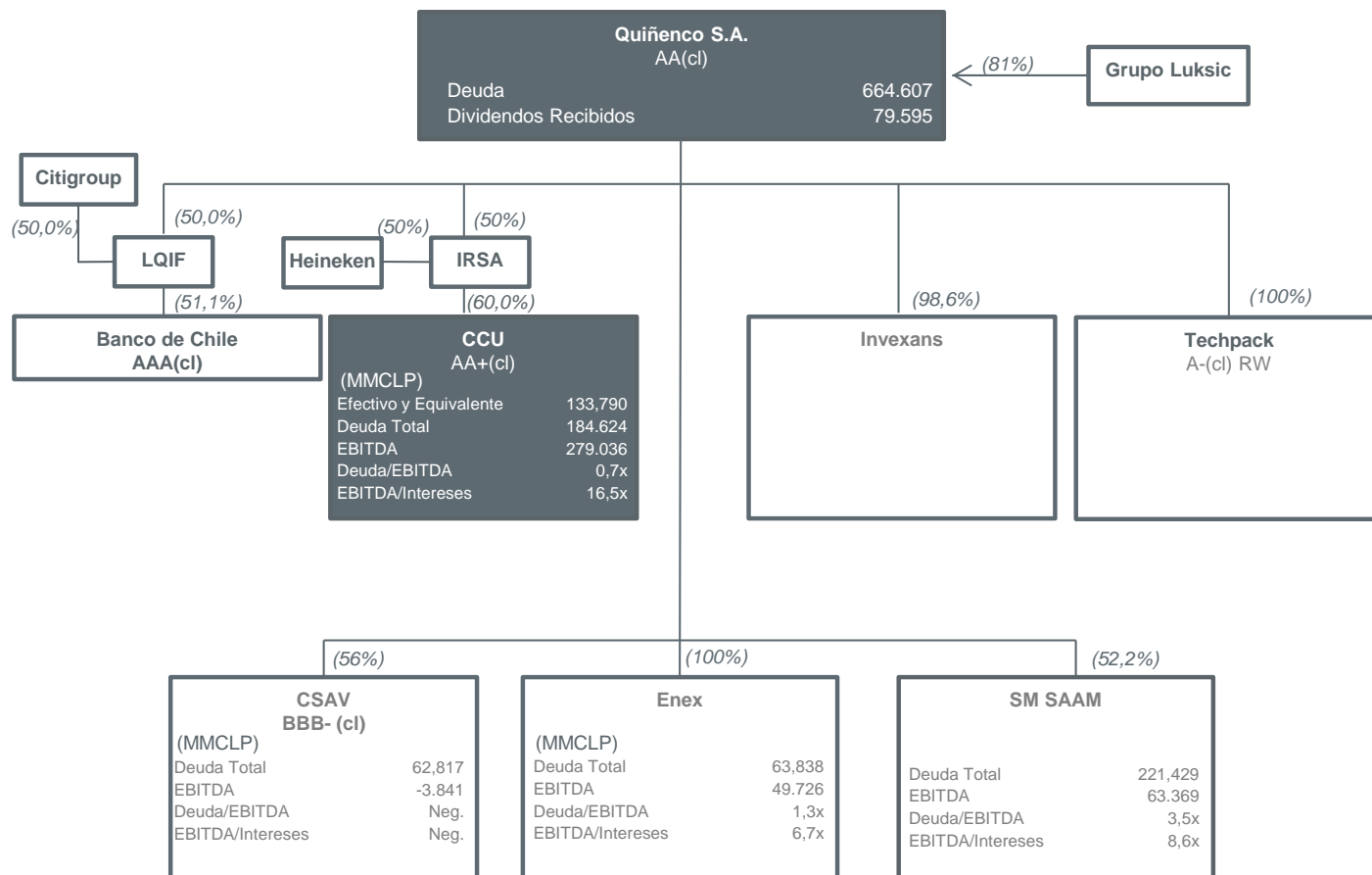
<sup>a</sup> Capitalización bursátil = número de acciones x precio de cierre. <sup>b</sup> Valor económico de los activos (EV) = capitalización bursátil + deuda financiera neta. IPSA: Índice de Precio Selectivo de Acciones. Nota: Tipo de cambio al 28 de abril de 2017: 1USD=CLP664,28.

Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago.



## Estructura Organizacional — Quiñenco S.A

(CLP millones., al 31 de diciembre de 2016)



Consolidado.

Estimado.

Fuente: Quiñenco.

Quiñenco S.A. (sin incluir negocio bancario)

(CLP millones)	31 dic 2016	31 dic 2015	31 dic 2014	31 dic 2013	31 dic 2012
<b>Rentabilidad</b>					
Margen de EBITDAR Operativo (%)	3,8	3,2	25,6	3,8	4,6
Margen de EBITDA Operativo (%)	3,1	1,3	23,1	3,5	4,2
Margen de EBIT Operativo (%)	3,0	1,2	23,0	3,4	3,9
Margen de FGO (%)	5,3	0,4	-6,0	2,9	4,3
Margen del Flujo de Fondos Libre (%)	(3,5)	(12,1)	(22,9)	(4,5)	(3,8)
Retorno sobre el Capital Utilizado (%)	1,4	0,6	16,5	2,5	-
<b>Apalancamiento Bruto</b>					
Deuda Total Ajustada/EBITDAR Operativo	10,2	11,0	2,0	8,7	7,8
Deuda Total Ajustada/FGO	8,1	12,3	-25,0	9,5	9,4
FFL/Deuda Total Ajustada (%)	(6,0)	(24,2)	(43,5)	(10,0)	(8,1)
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA Operativo (x)	10,6	13,9	1,5	8,8	7,9
Deuda Total Garantizada / EBITDA Operativo	0,1	0,3	0,0	0,2	0,1
Deuda Total Ajustada/(FCO antes de Alquileres - Capex de Mto.) (x)	28,5	-25,2	-7,9	80,2	19,5
<b>Apalancamiento Neto</b>					
Deuda Total Ajustada Neta / EBITDAR Operativo	5,3	9,0	1,4	4,1	4,5
Deuda Neta Ajustada/FGO	4,3	10,1	(17,5)	4,4	5,4
Deuda Neta Total / (FCO-Capex) (x)	19,0	(7,0)	(2,2)	86,1	12,0
<b>Coberturas (x)</b>					
EBITDAR Operativo/(Intereses Financieros + Alquileres)	2,5	1,1	5,3	2,7	2,8
EBITDAR Operativo/Intereses Financieros Brutos	3,2	1,2	9,2	3,1	3,2
FGO/Cargos Fijos	3,2	1,0	(0,4)	2,5	2,3
FGO/Intereses Financieros Brutos	4,1	1,0	(1,7)	2,8	2,6
FCO/Inversiones de Capital	1,3	(0,5)	(1,3)	1,1	2,0
<b>Resumen de Deuda</b>					
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.166.199.212	792.665.585	898.734.776	879.073.239	740.943.669
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.270.119.035	1.087.111.359	1.333.663.172	928.987.425	785.195.044
Deuda por Arrendamientos Operativos	103.919.823	294.445.774	434.928.396	49.914.186	44.251.375
Otra Deuda Fuera de Balance					
Intereses Financieros Brutos	(34.553.952)	(48.593.530)	(66.977.763)	(32.295.342)	(29.423.788)
Costo de financiamiento Implícito (%)	3,5	5,7	7,5	4,0	
<b>Resumen de Flujo de Caja</b>					
Flujo Generado por la Operaciones (FGO)	115.307.726	7.646.240	(152.096.874)	59.914.093	70.770.818
Variación del Capital de Trabajo [Definido por Fitch]	21.255.153	(37.562.845)	21.716.506	(13.976.791)	(3.148.549)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	136.562.879	(29.916.605)	(130.380.368)	45.937.302	67.622.269
Flujo de Caja No Operativo/No Recurrente Total					
Inversiones de Capital (Capex)	(106.896.786)	(55.331.711)	(100.986.147)	(41.479.541)	(33.730.833)
Dividendos	(105.749.880)	(177.360.453)	(349.397.122)	(97.591.207)	(97.404.325)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(76.083.787)	(262.608.769)	(580.763.637)	(93.133.446)	(63.512.889)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos	56.426.355	(55.759.187)	(44.147.371)	(234.472.303)	(369.270.429)
Variación Neta de Deuda	290.405.214	(133.415.510)	(22.864.693)	96.672.668	184.347.893
Variación Neta del Capital		96.547.912	54.765.546	349.761.200	250.071.169
Otros Flujos de inversiones y financiamientos	61.347.055	285.396.013	403.770.082	13.252.766	252.494.004
Variación de Caja y Equivalentes	333.474.457	(69.839.541)	(189.240.073)	132.080.885	254.129.748
<b>Liquidez</b>					
Efectivo Disponible y Equivalentes	603.239.265	196.754.198	400.809.357	495.208.549	334.831.229
Líneas de Crédito Comprometidas Disponibles					
Efectivo y Equivalentes Restringido					
<b>Capital de Trabajo</b>					
Capital de Trabajo, Neto [Definido por Fitch]	87.974.519	127.504.382	86.273.969	103.985.745	96.794.643
Días de Cuentas por Cobrar	32,6	37,0	26,3	33,2	27,4
Días de Inventarios	18,0	24,8	18,0	25,9	27,3
Días de Cuentas por Pagar	32,8	40,2	31,0	38,5	30,8
Intensidad de Capital (Capex/Ingresos) (%)	5,0	2,6	4,0	2,0	2,0
<b>Estado de Resultados</b>					
Ventas Netas	2.158.855.134	1.917.120.577	2.540.694.169	2.022.773.208	1.448.295.866
Variación de Ventas (%)	0,13	(24,5)	25,6	39,7	(19,5)
EBITDAR Operativo	82.441.333	69.956.122	649.327.734	78.667.447	76.594.255
EBITDAR después de Dividendos al Asociado y Minorías	125.045.157	99.052.693	680.282.252	106.566.612	100.286.093
EBITDA Operativo	67.595.644	27.892.440	587.195.106	71.536.849	70.272.630
EBITDA después de Dividendos al Asociado y Minorías	110.199.468	56.989.011	618.149.624	99.436.014	93.964.468
EBIT Operativo	64.909.244	25.206.040	584.508.706	68.850.449	64.924.719
<b>Diversos</b>					
Deuda Total / Capitalización (%)	25,0	18,9	22,7	28,3	29,3
Patrimonio / Capitalización (%)	75,0	81,1	77,3	71,7	70,7
Rendimiento de Capital (%)	65,5	(9,9)	86,2	(6,1)	34,5
Intereses Recibidos	8.448.991	10.033.062	30.436.436	1.838.010	22.796.735

Fuente: Informes de la empresa y Fitch.



### Categorías de Clasificación de Largo Plazo

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

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

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

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

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

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

**Categoría C(cl):** Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con una capacidad de pago suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de capital e intereses.

**Categoría D(cl):** Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con una capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, y que presentan incumplimiento efectivo de pago de intereses o capital, o requerimiento de quiebra en curso.

**Categoría E(cl):** Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información suficiente o no tiene información representativa para el período mínimo exigido para la clasificación, y además no existen garantías suficientes.

“+” o “-”: Las clasificaciones entre AA(cl) y B(cl) pueden ser modificadas al agregar un símbolo “+” (más) o “-” (menos) para destacar sus fortalezas o debilidades dentro de cada categoría.

### Categorías de Clasificación de Corto Plazo

**Nivel 1 [N1(cl)]:** Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

**Nivel 2 [N2(cl)]:** Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

**Nivel 3 [N3(cl)]:** Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

**Nivel 4 [N4(cl)]:** Corresponde a aquellos instrumentos cuya capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados no reúne los requisitos para clasificar en los niveles N1(cl), N2(cl), N3(cl).

**Nivel 5 [N5(cl)]:** Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información representativa para el período mínimo exigido para la clasificación, y además no existen garantías suficientes.

### Categorías de Clasificación de Títulos Accionarios

**Primera Clase Nivel 1(cl):** Títulos accionarios que presentan una excelente combinación de solvencia y liquidez bursátil.

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

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

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

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

**Categoría E(cl):** Aquellas compañías que no presentan información suficiente para evaluar su calidad crediticia.

La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información pública remitida a la Superintendencia de Valores y Seguros, a las Bolsas de Valores y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.

**Las clasificaciones señaladas fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto, Fitch ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de clasificación.**

TODAS LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE [HTTPS://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS..](https://fitchratings.com/understandingcreditratings) ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CLASIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CLASIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://WWW.FITCHRATINGS.COM). LAS CLASIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FITCH PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CLASIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CLASIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FITCH.

Derechos de autor © 2017 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus clasificaciones, así como en la realización de otros informes (incluyendo información prospectiva), Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de clasificación, y obtiene verificaciones razonables de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión clasificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de clasificaciones e informes de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una clasificación o un informe será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus clasificaciones y sus informes, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las clasificaciones y las proyecciones de información financiera y de otro tipo son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las clasificaciones y proyecciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmo una clasificación o una proyección.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo, y Fitch no representa o garantiza que el informe o cualquiera de sus contenidos cumplirán alguno de los requerimientos de un destinatario del informe. Una clasificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión y los informes realizados por Fitch se basan en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las clasificaciones y los informes son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por una clasificación o un informe. La clasificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una clasificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las clasificaciones pueden ser modificadas o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las clasificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las clasificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las clasificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1,000 a USD750,000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch clasificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10,000 y USD1,500,000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una clasificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.

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