

	Febrero 2017	Febrero 2018
Solvencia	BBB+	BBB+
Perspectivas	Estables	Estables

* Detalle de clasificaciones en anexo.

Indicadores Relevantes (1)

Cifras millones de pesos

	2015	2016	2017
Ingresos Ajustados	382.883	385.095	409.748
Ebitda	53.141	49.805	42.594
Ebitda Ajustado	52.710	46.656	43.603
Deuda Financiera	298.095	275.332	240.190
Deuda Financiera Ajustada	234.093	210.428	192.811
Margen Ebitda	13,6%	12,6%	10,2%
Margen Ebitda Ajustado	13,8%	12,1%	10,6%
Endeudamiento Financiero	1,6	1,4	1,2
Endeudamiento Financiero Aj.	1,2	1,1	1,0
Ebitda / Gastos Financieros	5,0	4,2	3,9
Ebitda Aj. /Gastos Fin. Aj.	7,2	5,0	5,2
Deuda Financiera Neta / Ebitda	4,9	5,2	4,7
Deuda Fin. neta / Ebitda Aj.	3,7	4,1	3,5

(1) Definiciones en anexo.

Perfil de Negocios: Satisfactoria

Principales Aspectos Evaluados	Débil	Vulnerable	Adecuado	Satisfactorio	Fuerte
Industria cíclica y competitiva					
Riesgo de sobrecostos y contingencias					
Experiencia y capacidad de gestión					
Diversificación de áreas de negocios					

Posición Financiera: Intermedia

Principales Aspectos Evaluados	Débil	Ajustada	Intermedia	Satisfactoria	Sólida
Rentabilidad y generación de flujos					
Endeudamiento y coberturas					
Liquidez					

Analista: Felipe Pantoja
felipe.pantoja@feller-rate.cl
(56) 22757-0470

Fundamentos

La clasificación "BBB+" asignada a Besalco S.A. refleja un perfil de negocios "Satisfactorio" y una posición financiera "Intermedia".

Besalco desarrolla una amplia gama de actividades en el sector construcción, como obras civiles, montaje industrial, servicios de maquinaria, desarrollo de proyectos inmobiliarios y concesiones.

Adicionalmente, desde 2012, participa en el área de energía renovable mediante Besalco Energía Renovable S.A.

En diciembre de 2017, los ingresos ajustados alcanzaron \$409.748 millones, experimentando un crecimiento anual del 6,4%. Esto, debido a una mayor actividad de las filiales de montaje, maquinarias y Besco, que compensaron la caída de ingresos de construcciones e inmobiliaria.

Sin embargo, a igual fecha, el Ebitda ajustado registró una disminución anual del 6,5% alcanzando \$43.603 millones. Lo anterior se explica por la contracción en los resultados de las filiales de construcción, debido a los bajos desempeños en proyectos puntuales; Kipreos, producto de los resultados deficitarios en un contrato en el sur de Chile; y el segmento inmobiliario en Chile, asociado al menor nivel de escrituración disponible y con menores márgenes en comparación a 2016.

A raíz de lo anterior, el margen Ebitda ajustado continuó presentando una tendencia a la baja, desde un 13,8% registrado en 2015 hasta un 10,6% a fines de 2017.

El stock de deuda financiera ajustada alcanzó \$192.811 millones, con una caída anual de 8,4%. Ello obedeció a una menor deuda financiera asociada a proyectos inmobiliarios y maquinarias, en conjunto con la baja en los créditos bancarios de corto y largo plazo, que fueron refinanciados, en parte, con deuda corporativa.

El aumento observado en los niveles de deuda corporativa se debió, mayoritariamente, a la

emisión en marzo del bono serie A, por UF 800.000 con vencimientos hasta 2024. Los fondos recaudados fueron utilizados para el refinanciamiento de pasivos, lo que otorgó una mayor holgura en el perfil de vencimientos de la compañía.

A pesar de la menor generación de Ebitda ajustado, la caída en la deuda financiera y el aumento en los niveles de caja mejoraron los indicadores crediticios, acorde con los rangos esperados. Así, a diciembre de 2017, la cobertura de deuda financiera neta ajustada sobre Ebitda ajustado alcanzó 3,5 veces, disminuyendo desde 4,1 veces obtenidas a fines de 2016.

A su vez, la cobertura de Ebitda ajustado sobre los gastos financieros ajustados registró un leve incremento hasta 5,2 veces (5,0 veces en diciembre de 2016).

Perspectivas: Estables

ESCENARIO BASE: Feller Rate espera que en los próximos periodos el nivel de endeudamiento de la entidad se incremente en línea con su actividad, siendo compensado con una mayor generación de Ebitda ajustado, lo que permitirá mantener los indicadores financieros dentro de los rangos de su actual clasificación de riesgo.

Por otro lado, será relevante para la evolución de la clasificación la estrategia comercial para los próximos proyectos, tanto de obras civiles como de energía, su financiamiento definitivo y su exposición al controlador.

ESCENARIO DE BAJA: Podría gatillarse si no se evidencia una recuperación en los márgenes o ante una mayor agresividad en las políticas financieras.

ESCENARIO DE ALZA: Se considera poco probable en el corto plazo.

PERFIL DE NEGOCIOS: SATISFACTORIA

Factores Clave

- Experiencia en la industria y buena posición de mercado.
- Diversificación y sinergia de operaciones.
- Participación en una industria cíclica y competitiva, con bajas barreras de entrada y márgenes de operación relativamente estrechos.
- Riesgos de sobrecostos y contingencias, dada la operación a través de contratos a precio fijo, en conjunto con el otorgamiento de boletas de garantía.

POSICIÓN FINANCIERA: INTERMEDIA

Factores Clave

- Flujos provenientes de una amplia e importante cartera de contratos adjudicados.
- Exposición a variabilidad de los ingresos y de los costos.
- Proyectos de generación hidroeléctrica y concesiones intensivos en capital de trabajo.

Solvencia	BBB+
Perspectivas	Estables

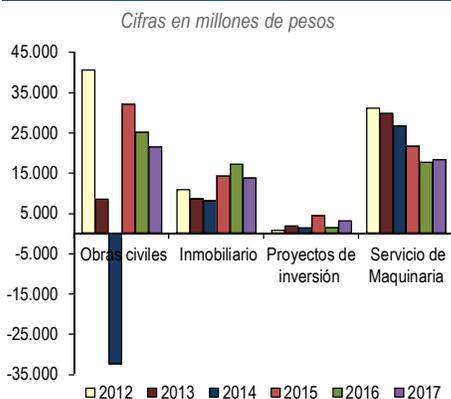
Estructura de propiedad

La sociedad matriz Besalco S.A. es controlada por la Familia Bezanilla, quienes directa e indirectamente poseen el 59,05% de su propiedad. Para sus controladores, Besalco representa su principal inversión.

Principales filiales por segmentos

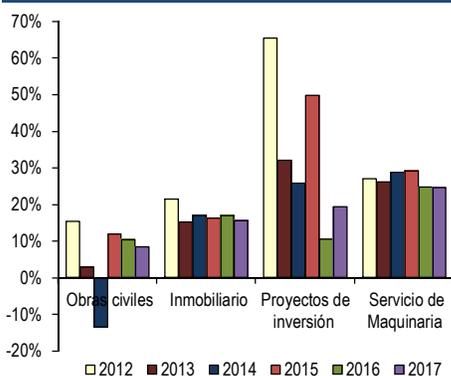
Segmento	Principales Filiales
Obras Civiles	BS Construcciones
	Kipreos
	BS MD Montajes
Servicio de Maquinarias	BS Maquinarias
	BS Minería
Proyectos de Inversión	BS Concesiones
	BS Energía
Inmobiliario	BS Inmobiliaria
	Besco-Perú

Evolución del Ebitda Ajustado* por segmento



*Ebitda Ajustado: Suma de las cuentas ganancia bruta, costos de distribución, gasto de administración, ajustes por gastos de depreciación y amortización, sumado a la participación en la ganancia en negocios conjunto. Este indicador considera actividades inter-segmentos.

Evolución del Margen Ebitda Ajustado* por segmentos



PERFIL DE NEGOCIOS SATISFACTORIO

- Besalco S.A. es una de las empresas constructoras más relevante del país. Cuenta con una vasta experiencia en el área de construcción, caracterizándose en los últimos años por una creciente diversificación y desarrollo de sinergias entre las distintas áreas de negocios.
- Adicionalmente, desde 2012, la empresa participa en el área de energía renovable, mediante la creación de la filial, Besalco Energía Renovable S.A.

Actor de amplia experiencia, destacado posicionamiento y alta diversificación

- La empresa participa, en forma directa y a través de sus filiales, en una amplia gama de actividades en el sector construcción, entregando servicios relacionados con la ejecución de obras civiles, obras públicas, montajes industriales, servicio de maquinaria y equipos, edificación de proyectos inmobiliarios y concesiones.

- La compañía cuenta con una extensa trayectoria llevando a cabo proyectos de gran envergadura y creciente complejidad técnica, entre las que incluyen las líneas 1, 4 y 5 del metro de Santiago, el Congreso Nacional, el Aeropuerto Mataverí, entre otras. Actualmente, Besalco se encuentra realizando obras para la construcción de la línea 3 y 6 del metro de Santiago.

Por lo tanto, el amplio espectro de obras que es capaz de desarrollar le entrega un mayor volumen de potenciales oportunidades de negocio respecto de competidores.

- La empresa participa en nichos de negocios dentro de la industria con requerimientos más específicos y una mayor complejidad en la construcción.
- En el caso de servicios de maquinarias, este cuenta con contratos con plazos relativamente mayores (hasta 5 años) que otros segmentos y con una menor volatilidad en sus flujos.

En este sentido, al abarcar estos nichos menos volátiles, permiten a la compañía establecer relaciones de largo plazo con sus mandantes, mayor estabilidad en sus flujos y obtener mayores márgenes al tener presencia en negocios donde hay un menor grado de competencia.

- Estos negocios funcionan principalmente mediante el financiamiento por medio de adelantos y pagos que se producen de acuerdo al grado de avance de las obras. Para el remanente de obras donde no hay anticipos, el financiamiento se obtiene en forma directa por cada una de las filiales y, en caso puntuales, por medio de la matriz.

Diversificación de segmentos permite compensar bajas en las actividades

- Los principales segmentos de la compañía corresponde a obras civiles y servicio de maquinarias, los cuales mantienen negocios intensivos en el uso de maquinarias. A diciembre de 2017, de los ingresos consolidados el 57,4% correspondían a obras civiles y el 21,1% a servicios de maquinarias.

A igual fecha, considerando las actividades inter-segmentos, el Ebitda ajustado, incorporando las participaciones de asociadas en negocios conjuntos, mantiene una composición mayoritariamente en el segmento de obras civiles (37,9%), seguido por el servicio de maquinarias (32,3%) y el sector inmobiliario (24,2%).

- La amplia diversificación de segmentos en que participa Besalco, permite a la entidad compensar bajas en las actividades con un mayor crecimiento en otros sectores.

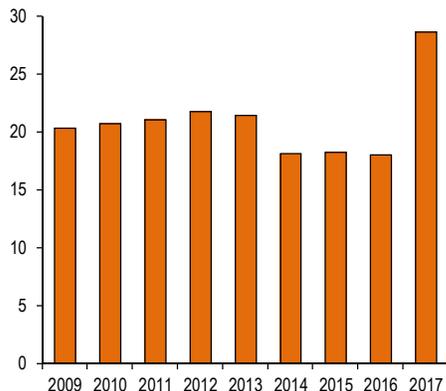
Así, durante 2013-2014 cuando los resultados de Besalco se vieron fuertemente afectado por pérdidas de proyectos en el sector de construcción, la actividad en otros segmentos, permitieron mantener una generación de Ebitda ajustado positiva, pero debilitada en comparación a los rangos históricos.

Asimismo, durante 2015 a 2017 la menor actividad tanto en obras civiles como en servicios de maquinarias se ha compensado con una mayor actividad en el sector inmobiliario.

Solvencia	BBB+
Perspectivas	Estables

Evolución del backlog

Cifras en millones de UF

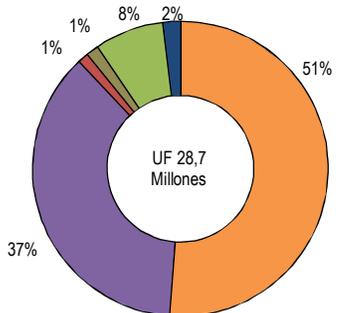


Fuente: Besalco

Diversificación del backlog

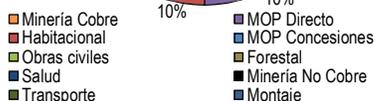
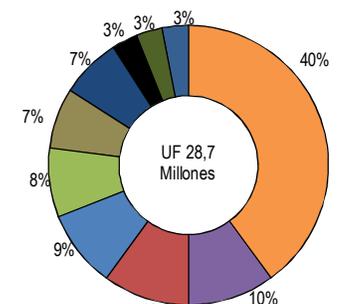
A diciembre de 2017

Por filial



Fuente: Besalco

Distribución por sector



— SECTOR CONSTRUCCIÓN CONTINÚA REGISTRANDO UNA MENOR GENERACIÓN

- El segmento de obras civiles se encuentra compuesto por los sub-segmento: construcciones, Kipreos y montajes.
- A diciembre de 2017, los ingresos del segmento alcanzaron los \$ 254.585 millones, considerando las actividades inter-segmento, registrando un crecimiento anual del 5,8%. Sin embargo, el Ebitda ajustado disminuyó un 14,3%, generando que el margen Ebitda ajustado alcanzara el 8,5%, cifra por debajo del rango obtenido entre 2016 y 2015.
- Lo anterior, se debe a una menor actividad en el sector construcciones en conjunto con proyectos con menores márgenes y otros con resultados deficitarios.

Al respecto, se observó que el área de construcciones continuó disminuyendo su actividad a pesar de un incremento en los márgenes. A su vez, Kipreos registró resultados deficitarios debido al retraso en una obra en particular y sus respectivos sobrecostos. Por su parte, el sector de montajes presentó una mayor actividad.

Relevante crecimiento del backlog durante 2017, con proyectos más a largo plazo, permiten una mayor estabilidad de los flujos

- A contar de 2013, la cartera de proyectos de la entidad exhibió una caída hasta alcanzar los UF 18 millones en 2016. Esto se debe, principalmente, a una reducción de las inversiones en el sector minero en conjunto con una estrategia de la compañía de alcanzar una mayor eficiencia en los proyectos en obras civiles.
- No obstante, a diciembre de 2017 el backlog alcanzó los UF 28,7 millones, cifra por sobre los rangos históricos de la compañía. Este crecimiento proviene mayoritariamente del segmento de maquinarias, seguido por Besco y construcción. Lo anterior, compensó la disminución observada en el segmento inmobiliario en Chile y Kipreos.

A su vez, se debe señalar que el fuerte crecimiento en el backlog del segmento maquinarias, implicaría en los próximos años una mayor inversión para suplir el incremento en la actividad.

- La cartera de proyectos cuenta con una adecuada diversificación de clientes provenientes de múltiples sectores económicos. Algunos, no obstante, expuestos al ciclo económico junto con eventuales riesgos de retraso de inversiones por parte de los propios mandantes.

Las principales contrapartes son, en general, grandes empresas que disponen de una adecuada calidad crediticia, incluyendo al Estado de Chile. La presencia del sector público contribuye a una mayor estabilidad debido al carácter contracíclico de las inversiones de este sector.

- El backlog, actualmente, presenta una amplia diversificación en la cantidad de contratos (90), por sobre lo observado en los últimos años, sumado a un plazo de duración de 30 meses superior que 2016 y 2015, pero por debajo de lo registrado entre 2013-2014.

No obstante, el crecimiento del backlog con proyectos más a largo plazo, permite a la compañía una mayor estabilidad de flujos.

- Adicionalmente, la empresa constantemente se encuentra realizando propuestas para nuevas adjudicaciones de proyectos en sus principales segmentos. Además, mantiene un foco en obras de gran envergadura las que limitan la participación de oferentes a empresas con una buena posición financiera y con cierto nivel técnico.

Segmento Inmobiliario: en 2017 se registró un aumento en los niveles de promesas de la compañía y una baja en los desistimientos

- Besalco, históricamente mantenía una exposición acotada al segmento inmobiliario, con una participación del orden del 10% respecto a los ingresos consolidados.

Sin embargo, en los últimos años debido a la relativa menor participación de las principales áreas de la compañía sumado al fuerte dinamismo que ha presentado el sector, la participación se incrementó hasta alcanzar, a fines de 2017, el 21,1%.

- A nivel nacional, el fuerte dinamismo en el sector inmobiliario en conjunto con el adelantamiento de la demanda en 2015, generaron un relevante crecimiento en los niveles

Solvencia	BBB+
Perspectivas	Estables

Datos operacionales segmento inmobiliario habitacional

Escrituración

2013 2014 2015 2016 2017

Unidades

Casas	434	132	144	275	291
Departamentos	308	172	277	522	142
Dep. internacional	435	346	680	225	163
Dep. internacional*	185	25	0	0	

Monto (MMS)

Casas	14.084	6.003	24.116	27.571	43.508
Departamentos	25.297	12.575	31.050	56.943	23.942
Dep. internacional	11.808	16.166	21.183	10.433	6.719
Dep. internacional*	5.769	1.095			

Precio promedio (MMS/Unidades)

Casas	32	45	167	100	150
Departamentos	82	73	112	109	169
Dep. internacional	27	47	31	46	41
Dep. internacional*	31	44			

*Departamentos en Perú mediante consorcios.

Promesas

2013 2014 2015 2016 2017

Unidades

Casas	263	296	260	148	439
Departamentos	250	376	493	222	270
Dep. internacional	402	78	49	119	230

Monto (MMS)

Casas	24.409	33.803	31.348	22.197	40.474
Departamentos	25.791	34.137	56.735	29.031	17.044
Dep. internacional	13.099	3.378	2.404	6.512	8.960

Precio promedio (MMS/Unidades)

Casas	93	114	121	150	92
Departamentos	103	91	115	131	63
Dep. internacional	33	43	49	55	39

Desistimientos

2013 2014 2015 2016 2017

Unidades

Casas	53	44	81	20	22
Departamentos	31	23	47	21	7
Dep. internacional	28	10	18	18	12

Monto (MMS)

Casas	2.867	6.130	11.301	6.343	5.309
Departamentos	2.861	2.937	5.457	2.535	1.775
Dep. internacional	838	348	768	728	476

Porcentaje de desistimientos sobre stock de promesas*

Casas	11,7%	18,1%	36,1%	28,6%	13,1%
Departamentos	11,1%	8,6%	9,6%	8,7%	10,4%
Dep. internacional	6,4%	10,3%	32,0%	11,2%	5,3%

*Porcentaje en términos de montos.

de promesas en dicho año. Esto, se tradujo en una baja considerable en las promesas en 2016.

No obstante, a diciembre de 2017, la entidad alcanzó un nivel de promesas por \$ 57.518 millones, cifra por sobre lo registrado en 2016 y durante el periodo de 2011 a 2013, evidenciando un buen nivel de escrituración para los próximos años.

- Besco, por su parte, continuo incrementando su nivel de promesas hasta los \$ 8.960 millones a fines de 2017, exhibiendo un crecimiento anual del 37,6%,
- Los niveles de desistimiento de la entidad, medidos en términos de montos, presentan una tendencia a la baja alcanzando en diciembre de 2017 el 11,4% (16,6% en 2016), al considerando tanto el segmento nacional como internacional.

A su vez, se observa que la mayor baja proviene del segmento de casas seguido por Besco, que compensaron el incremento exhibido en departamentos a nivel nacional.

- Tras el fuerte nivel de escrituración evidenciado durante 2016 en Chile, se observó un 2017 con un menor nivel de escrituración hasta alcanzar los \$ 67.450 millones, no obstante, cifra por sobre los rangos históricos de la compañía 2011-2015. Esta disminución se debe a la caída de unidades por escriturar, que fue compensada, en parte, por un mayor precio promedio.
- Por su parte, Besco, continúa registrando una constante disminución de los niveles de escrituración desde los \$ 21.183 millones registrados en 2015 hasta los \$ 6.719 millones en 2017.
- En términos de inventarios, la entidad exhibió una disminución anual del 12,1% en 2017, principalmente por el ítem de trabajos en cursos, asociados principalmente a proyectos inmobiliarios, no obstante, ante los mayores niveles de promesas se espera un incremento en dicho segmento.

A igual fecha, si bien se observa una recuperación en los niveles de terrenos que mantiene la entidad en comparación a 2016 (incremento del 24,6% anual), este se mantiene por debajo de los rangos exhibidos entre 2013 a 2015.

Área de energía: financiamiento de los próximos proyectos podrían generar presiones adicionales sobre el perfil financiero de la compañía

- La filial Besalco Energía Renovable S.A. (Besalco Energía), cuenta con un modelo de negocios que consiste en desarrollar nuevos proyectos de energías renovables a través de vehículos SPV, gestionando todas las etapas tradicionales del proyecto, y posteriormente la operación y mantenimiento de éstos mediante contratos interrelacionados.
- La filial, cuenta con un portfolio de 11 proyectos de centrales hidroeléctricas de pasada y un parque eólico en diversas etapas de avance, con una inversión total estimada en, aproximadamente, US\$656 millones.

Las primeras dos centrales, los Hierros I y los Hierros II, iniciaron operaciones en diciembre de 2013 y enero de 2015, respectivamente.

- Durante 2015, Besalco Energía firmó un contrato de venta de energía (PPA) con un plazo de 5 años, el cual es traspasado con contratos tipo "espejo" hacia las centrales Los Hierros I y II, cubriendo cerca del 60% de su capacidad.

El saldo restante de energía se vende en el mercado spot, exponiendo esta parte de sus ingresos a la volatilidad de precios del sistema. Además, cuentan con ingresos por potencia y atributos ERNC, los que son relativamente estables, pero acotados en términos proporcionales a los potenciales ingresos totales.

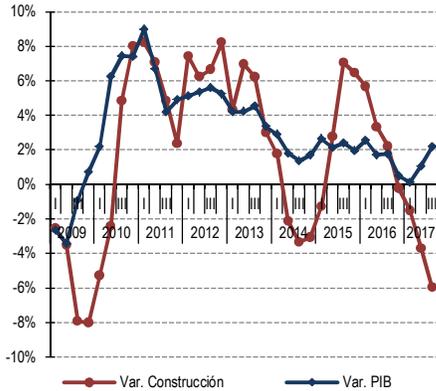
- Durante 2016 la filial se adjudicó PPAs por 12 GWh/año, por lo cual este contrato se utilizaría como soporte comercial para el desarrollo del proyecto eólico El Arrebol, con una inversión estimada en US\$22 millones.

Al respecto, el proyecto inicio su construcción durante 2017 con fecha de puesta en operación durante el primer trimestre de 2019 con una generación estimada de 38 GWh/Año.

Solvencia	BBB+
Perspectivas	Estables

Menor dinamismo en la industria

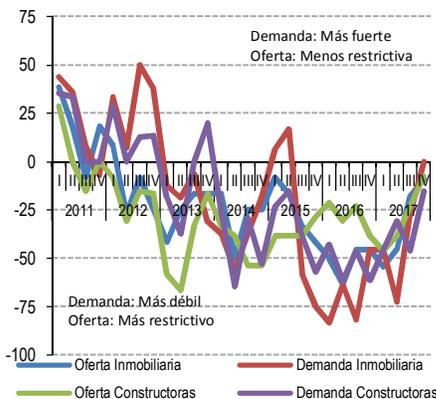
Cifras corresponden a la variación anual de cada trimestre



Fuente: Banco Central de Chile.

Condiciones en la demanda de créditos en el sector construcción se mantienen restrictivas

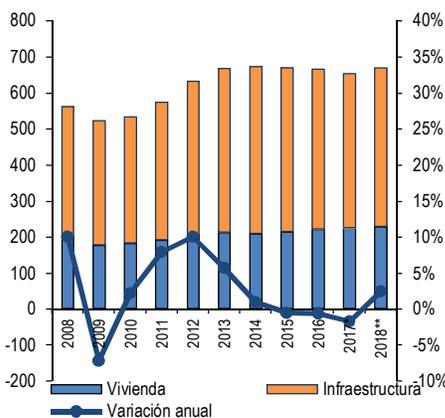
Cifras en porcentajes



Fuente: Banco Central de Chile; encuesta de créditos bancarios.

Evolución de la Inversión en Construcción

Cifras en millones de U.F.



Fuente: Cámara Chilena de la Construcción. *corresponde al valor estimado para 2017. **La proyección de 2018 corresponde al escenario base.

- Por otro lado, durante 2017 se vendió el total de la propiedad del *project finance* Transmisión del Melado Spa, generando una ganancia antes de impuesto por \$ 2.465 millones.
- Durante el primer semestre de 2018, la entidad contempla el inicio de construcción del proyecto de generación hidráulica Digua, con una capacidad de generación de 91 GWh/Año, una inversión estimada en US\$ 34 millones y un inicio de operación en el primer semestre de 2019.
- Feller Rate monitoreará el desarrollo y evolución de los proyectos de energía, donde se espera que su estructura sea desarrollada a través de una sociedad de propósito especial, en el cual los flujos del proyecto permitan cubrir de forma adecuada sus respectivos vencimientos de deuda, con nula exposición para Besalco S.A.

Lo anterior, debido a que el tipo de financiamiento utilizado en los proyectos que se encuentran en el portfolio de la filial de energía podría generar presiones sobre el perfil financiero de Besalco, dependiendo de las fuentes y estructuras que se utilicen.

Participación en una industria cíclica y competitiva

- La industria de Obras Civiles e Inmobiliaria presentan una correlación positiva a las condiciones macroeconómicas. Al respecto, ante contracciones de la economía provocan postergaciones de grandes inversiones del sector y variables como acceso al financiamiento, tasa de desempleo, inflación y expectativas económicas condicionan fuertemente la actividad del sector.

— SECTOR CONSTRUCCIÓN

- La compañía enfrenta un ambiente fuertemente competitivo, y de bajas barreras de entrada a los mercados, lo que determina una constante presión sobre los márgenes de operación, normalmente estrechos, los cuales se han visto presionados a nivel local en los últimos años.
- Dentro de los principales nichos donde Besalco participa, el financiamiento de los proyectos se realiza mayoritariamente por medio de anticipos según el grado de avance de las obras, lo que reduce su necesidad de financiamiento externo para el capital trabajo.

En contraposición, los proyectos y obras suelen realizarse bajo la modalidad “llave en mano” y sobre la base de contratos a precio fijo, por lo que los clientes transfieren a la empresa los riesgos de sobrecostos y contingencias.

- Destaca, asimismo, la utilización de boletas de garantía, con el fin de garantizar plazos y forma para los mandantes. Feller-Rate considera de forma importante los riesgos asociados a ejecución de boletas de garantía por atraso.

— SECTOR INMOBILIARIO

- El área inmobiliaria, en tanto, presenta una mayor sensibilidad al ciclo económico, en comparación con Obras Civiles.
- El desarrollo de proyectos inmobiliarios requiere de fuertes necesidades de financiamiento del capital de trabajo para la construcción, el que se realiza a través de líneas de crédito, cuya amortización está ligada a la venta de las unidades inmobiliarias.
- En consecuencia, situaciones de sobre oferta y ralentización de las ventas repercuten directamente sobre la velocidad de pago de las líneas de crédito a la construcción e incrementan su costo financiero afectando negativamente la flexibilidad financiera de las empresas.

I&C: 2017 continúa registrando un debilitamiento en las inversiones, no obstante, se proyecta un crecimiento durante 2018

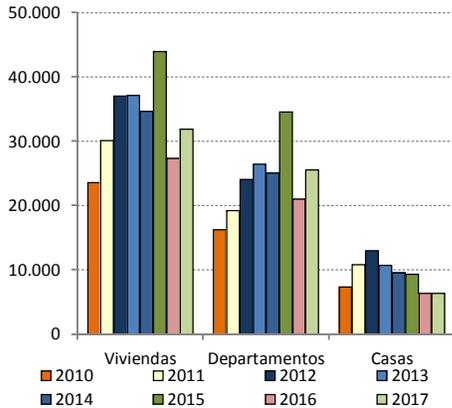
- A contar de 2013, se ha observado una constante desaceleración en la inversión en la construcción respecto a lo registrado en años anteriores.

Así, la Cámara Chilena de Construcción (CChC) estimó que la inversión en 2016 disminuyó un 0,7% anual, caída mayor a la observada en 2015 (0,6%).

- En términos de inversiones para el segmento de infraestructura en 2016 se observó una caída del 2,3%, debido a una menor inversión pública en conjunto con el escenario económico del país.

Solvencia **BBB+**
Perspectivas **Estables**

Ventas de departamentos y casas en el Gran Santiago



Fuente: Cámara Chilena de la Construcción.

Por su parte, el crecimiento en la inversión en viviendas (2,9%), compensa, en parte, lo anterior. Eso, debido a una mayor inversión pública en conjunto a la construcción de los proyectos privados inmobiliarios asociados al aumento de promesas en 2015, producto del fuerte dinamismo evidenciado el sector.

- A junio de 2017, según cifras del Catastro Inversión Total Quinquenal, realizado por la Corporación de Bienes de Capital, las inversiones continúan con la tendencia decreciente observada en 2015 y 2016.

Así, según cifras entregadas por la CCHC en 2017 se estima que la inversión registrará una disminución anual del 1,8%. Esto, debido a una fuerte baja en infraestructura, principalmente productiva, que no logra ser compensada con el incremento en la inversión en vivienda, mayoritariamente proveniente del segmento privado.

- No obstante, se prevé un escenario más favorable para 2018, con mejores expectativas de inversión, tanto en el sector de infraestructura como de vivienda, alcanzando una estimación del crecimiento anual del 2,4% (bajo el escenario base).

Recuperación en los niveles de escrituración en 2017, tras la caída observada en el Gran Santiago durante 2016

- En 2015, las ventas inmobiliarias registraron un fuerte impulso. Según cifras informadas por la Cámara Chilena de la Construcción (CCHC) se vendieron 43.994 viviendas, exhibiendo un incremento anual del 26,8%. Asimismo, se observó un fuerte crecimiento en los niveles de promesas, de los cuales cerca del 23% se encontraban asociada a proyectos en blanco.

Lo anterior, obedece al adelantamiento en la decisión de compra de viviendas ante la entrada en vigencia de la reforma del IVA a la construcción.

- Durante 2016, en el Gran Santiago se registraron 27.415 ventas de viviendas, exhibiendo una caída anual del 37,7%. Esto, debido al adelantamiento mencionado anteriormente, que generó una menor demanda esperada.

Lo anterior, sumado al menor dinamismo económico y a las condiciones más restrictivas en el acceso a financiamiento para la vivienda, producto del cambio normativo en las provisiones bancarias citado anteriormente.

- A diciembre de 2017, se vendieron 31.934 viviendas, un 16,5% más que 2016. A su vez, se observó que la venta de departamentos registró un fuerte crecimiento (21,5%), acorde a lo esperado, que compensó la leve caída en las ventas de casas (0,1%).

Solvencia	BBB+
Perspectivas	Estables

POSICION FINANCIERA

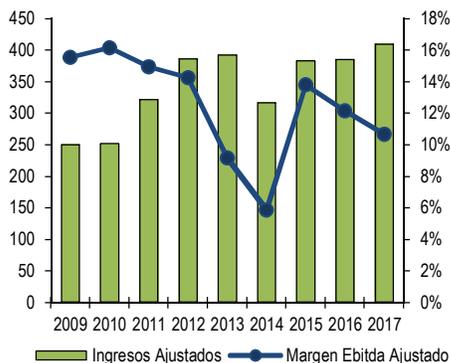
INTERMEDIA

Resultados y márgenes:

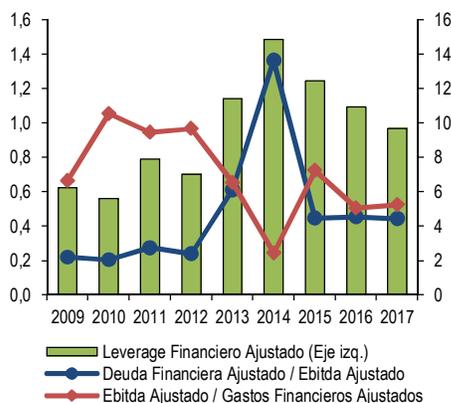
Incremento en los ingresos impulsado por los segmentos obras civiles y maquinarias, no obstante, se registró una caída en el ebitda ajustado, debido a una disminución en los márgenes de obras civiles e inmobiliario

Ingresos y márgenes consolidados

Cifras en miles de millones de pesos

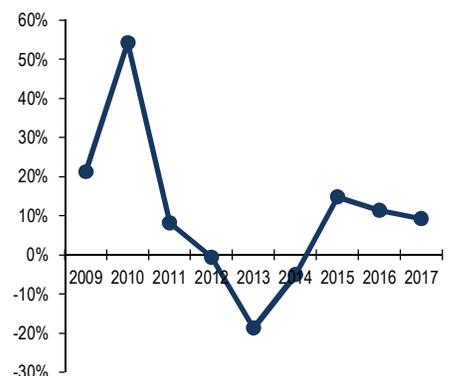


Indicadores de endeudamiento



Indicador de cobertura

FCNOA / Deuda Financiera Ajustada (%)



- Los márgenes de la entidad han presentado un comportamiento, relativamente, dispar dependiendo de las participaciones de cada negocio en los resultados, debido a la industria en que pertenece, en conjunto con los niveles de actividad en el país. Así, en periodos con mayor actividad inmobiliaria y de servicios de maquinarias se observa un mayor margen que en periodos de mayor actividad de construcción.
- En diciembre de 2017, los ingresos ajustados, descontando proyectos bajo el formato *project finance sin recursos*, alcanzaron los \$ 409.748 millones, experimentando un crecimiento anual del 6,4%. Esto, debido a una mayor actividad de las filiales de montaje, maquinarias y Besco, que compensaron la caída de ingresos de construcciones e inmobiliaria.
- Sin embargo, a igual fecha, el Ebitda ajustado (incluye participaciones en asociadas en negocios conjuntos, descontando la generación de proyectos estructurados como *project finance sin recursos*) registró una disminución anual del 6,5% alcanzando los \$ 43.603 millones.

Lo anterior, se debe a la contracción en los resultados de las filiales de construcción, debido a bajos desempeños en proyectos puntuales; Kipreos, producto de los resultados deficitarios en un contrato en el sur de Chile; y el segmento inmobiliario en Chile, asociado al menor nivel de escrituración disponible y con menores márgenes en comparación a 2016.

- A raíz de lo anterior, el margen Ebitda ajustado continuó presentando una tendencia a la baja desde el 13,8% registrado en 2015, potenciado por el segmento inmobiliario, hasta alcanzar el 10,6% a fines de 2017.

Al respecto, se observa una mejoría en el margen de construcción y montajes, que sumado a la mantención del margen en el segmento de servicios de maquinarias compensaron la bajas exhibida en el sector inmobiliario, acorde a lo esperado.

- Por otro lado la generación de flujo de caja neto operacional ajustado (FCNOA) presentó una tendencia decreciente desde 2013, alcanzando en diciembre de 2017 los \$ 17.635 millones, debido a un crecimiento mayor en los pagos en comparación al aumento en los cobros del periodo.

Lo anterior, generó una constante disminución en la cobertura de FCNOA sobre la deuda financiera ajustada hasta alcanzar el 9,1%, a pesar de la caída en los niveles de leverage financiero ajustado exhibido en dicho periodo.

Endeudamiento y coberturas:

Indicadores financieros se mantienen acorde a la clasificación de riesgo debido una menor deuda que compensó la caída en la generación de Ebitda ajustado

- A contar de 2013 se experimentó un aumento en el nivel de deuda, debido, mayoritariamente, al incremento en los proyectos inmobiliarios en conjunto con mayores necesidades de capital de trabajo en diversa filiales, de las cuales destaca construcción ante las pérdidas operativas registradas en algunos proyectos.

Así, el leverage financiero ajustado se incrementó desde las 0,7 veces en 2012 hasta las 1,5 veces en 2014, el cual posteriormente debido a la recuperación del segmento de obras civiles en conjunto con menores niveles de capital de trabajo se tradujo en que el indicador disminuyera hasta 1 vez a fines de 2017.

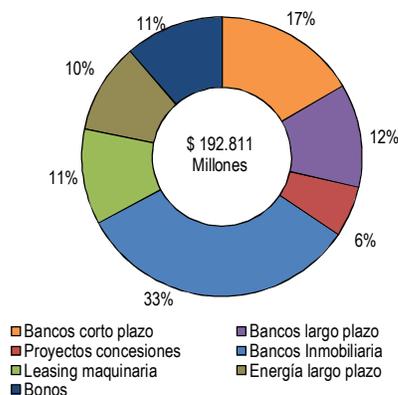
- El stock de deuda financiera ajustada (descontando los pasivos financieros de proyectos bajo la estructura *project finance*) alcanzó los \$ 192.811 millones, registrando una caída anual del 8,4%. No obstante, debido al aumento evidenciado en el *backlog* del segmento de maquinaria, se espera un mayor nivel de deuda para próximos periodos, acorde con las políticas financieras de la compañía.

Solvencia	BBB+
Perspectivas	Estables

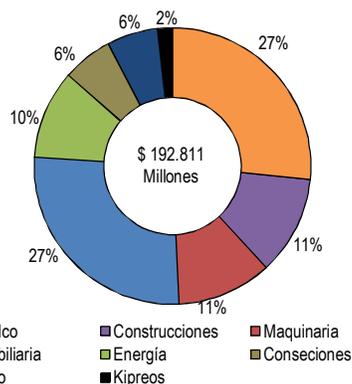
Composición de la Deuda Financiera Ajustada

Deuda Ajustada a diciembre de 2017

Por tipo de deuda*



Participación de cada filial*



Fuente: estimación de cifras por Feller Rate mediante estados financieros.

Principales Fuentes de Liquidez

- Caja y equivalentes a diciembre de 2017 por \$ 17.635 millones.
- Una generación consistente con un margen Ebitda en el rango considerado en nuestro escenario base.

Principales Usos de Liquidez

- Amortización de obligaciones financieras acordes al calendario de vencimientos.
- CAPEX de mantenimiento y de crecimiento según el plan de crecimiento comprometido.
- Dividendos según política de reparto.

- Lo anterior, obedece a una menor deuda financiera asociada a proyectos inmobiliarios y maquinarias, en conjunto con la baja en los créditos bancarios de corto y largo plazo, que, en parte, fueron refinanciados con deuda corporativa.

Al respecto, el aumento observado en los niveles de deuda corporativa, se debe mayoritariamente a la emisión en marzo de 2017 del bono serie A por UF 800 mil con vencimientos hasta 2024, cuyos fondos fueron utilizados para el refinanciamiento de pasivos. Esto, generó una mayor holgura en el perfil de vencimientos de la compañía.

- La composición de la deuda financiera ajustada, se encuentra concentrada en proyectos inmobiliarios (36,9%), seguido por créditos bancarios de corto plazo (18,7%) y de largo plazo (13,5%).
- Adicionalmente, cabe señalar, el calce entre los flujos percibidos y la estructura amortización de la deuda en los segmentos de maquinaria e inmobiliario. En el caso del área de maquinarias su financiamiento se concentra en leasing con plazos que fluctúan entre 3 y 5 años. Por otro lado, los proyectos inmobiliarios, cuentan con líneas bancarias de construcción cuyo pago está vinculado a la velocidad de venta de las viviendas.
- A pesar de la menor generación de Ebitda ajustada, la caída en la deuda financiera y el aumento en los niveles de caja mejoraron los indicadores crediticios, acorde a los rangos esperados. Así, a diciembre de 2017, la cobertura de deuda financiera neta ajustada sobre Ebitda ajustado alcanzó las 3,5 veces, disminuyendo desde las 4,1 veces obtenidas a fines de 2016.

A su vez, la cobertura de Ebitda ajustado sobre los gastos financieros ajustados registró un leve incremento hasta las 5,2 veces (5,0 veces en diciembre de 2016).

- Feller Rate espera que en los próximos periodos el nivel de endeudamiento de la entidad se incremente en línea con su actividad, y este sea compensado con una mayor generación de Ebitda ajustado, permitiendo mantener los indicadores financieros acordes a los rangos de su actual clasificación de riesgo.

Asimismo, respecto al desarrollo como sponsor y constructor de proyectos, tanto en obras civiles como en energía, será relevante para la evolución de la clasificación, la estrategia comercial definitiva de dichas obras, su financiamiento, su exposición al controlador y como afectan en forma decisiva los actuales rangos de los parámetros crediticios y el perfil de negocios de la compañía.

Liquidez: Suficiente

- La empresa cuenta con una liquidez calificada como "Suficiente". Esto considera, a diciembre de 2017, un nivel de caja de \$ 38.583 millones y una generación fondos (FCNOA) por \$ 17.635 millones, en comparación con vencimientos en el corto plazo por cerca de \$ 94.382 millones.
- Al respecto, se debe considerar que el financiamiento de obras inmobiliarias cuenta con una participación relevante en los vencimientos de corto plazo, mediante líneas de créditos de construcción cuyo pago está asociado a la venta de las viviendas.

Además, la compañía mantiene \$ 18.351 millones en los vencimientos de corto plazo como capital de trabajo de Besalco S.A., cuyo refinanciamiento no debiese implicar mayores desafíos.

- Por otro lado, la posición de liquidez de la compañía, se ve favorecida por una buena capacidad de acceso al mercado financiero, contando con una importante disponibilidad y capacidad de uso de líneas de crédito bancarias, las cuales se encuentran parcialmente giradas, sin incluir las líneas de proyectos ni boletas de garantías. Adicionalmente, Besalco cuenta con una línea de efectos de comercio por UF 300.000.

Clasificación de títulos accionarios: Primera Clase Nivel 3

- La clasificación de las acciones de la compañía en "Primera Clase Nivel 3" considera factores tales como la liquidez de los títulos, aspectos de gobiernos corporativos, de transparencia y de disponibilidad de información del emisor. La empresa es controlada por la familia Bezanilla, quienes directa e indirectamente poseen el 59,05% de su propiedad. Para sus controladores, Besalco representa su principal inversión.

Solvencia	BBB+
Perspectivas	Estables

- Esta estructura de propiedad deriva en un *free float* cercano al 33%, con indicadores de presencia ajustada del 98,33% y una rotación de 53,12%, a enero de 2018, factores que en conjunto, determinan una adecuada liquidez de mercado.
- De conformidad con el artículo 50 bis de la Ley N° 18.046 y la circular N° 1.526 de la Superintendencia de Valores y Seguros, la empresa cuenta con un Comité de Directores, conformado por siete miembros, donde tres de ellos son independientes. El Directorio y el Comité de Directores son parte de las estructuras formales del gobierno corporativo de la compañía.
- Respecto de la disponibilidad de información, la compañía publica informes trimestrales respecto a la gestión del periodo para cada una de sus áreas de negocios en su página Web.

Solvencia	Mar. 2012	28 Febrero 2013	28 Febrero 2014	27 Febrero 2015	11 Febrero 2016	19 Enero 2017	28 Febrero 2017	28 Febrero 2018
Perspectivas	A-	A-	A-	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+
Línea de Bonos	Estables	Estables	Negativas	Negativas	Estables	Estables	Estables	Estables
Líneas de Ef. Comercio	A- / Nivel 2	A- / Nivel 2	A- / Nivel 2	BBB+/ Nivel 2	BBB+/ Nivel 2	BBB+/ Nivel 2	BBB+/ Nivel 2	BBB+/ Nivel 2
Acciones	1ª Clase Nivel 2	1ª Clase Nivel 2	1ª Clase Nivel 2	1ª Clase Nivel 3				

Resumen Financiero Consolidado

(Cifras millones de pesos)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Ingresos	250.015	251.563	321.613	385.879	392.301	316.735	390.710	396.551	419.080
Ingresos Ajustados ⁽¹⁾	250.015	251.563	321.613	385.879	392.301	316.735	382.883	385.095	409.748
Ebitda ⁽²⁾	35.579	39.262	44.628	49.545	30.715	17.874	53.141	49.805	42.594
Ebitda Ajustado ⁽³⁾	38.785	40.538	47.975	54.911	35.807	18.486	52.710	46.656	43.603
Resultado Operacional	17.990	21.152	25.943	26.546	9.665	-1.320	32.022	29.719	22.295
Ingresos Financieros	1.278	583	1.177	1.382	1.107	457	1.195	2.494	1.340
Gastos Financieros	-5.864	-3.853	-5.093	-5.693	-5.497	-7.643	-10.540	-11.857	-10.984
Gastos Financieros Ajustados ⁽⁴⁾	-5.864	-3.853	-5.093	-5.693	-5.497	-7.643	-7.292	-9.259	-8.334
Ganancia (Pérdida) Operaciones Discontinuas				9.176	5.962	2.194			
Ganancia (Pérdida) del Ejercicio	20.848	21.511	25.404	32.246	14.396	-9.580	19.285	14.627	14.919
Flujo Caja Neto de la Operación (FCNO)	14.414	41.992	8.897	-3.596	-45.546	-17.794	28.769	17.136	13.698
Flujo Caja Neto de la Operación Ajustado (FCNO Aj.) ⁽⁵⁾	17.858	44.341	10.614	-821	-40.943	-12.909	34.466	23.746	17.635
FCNO Libre de Intereses Netos y Dividendos Pagados ⁽⁶⁾	14.414	41.992	8.897	-3.931	-45.857	-18.496	27.646	14.986	11.977
Inversiones en Activos fijos Netas	-8.737	-17.601	-14.574	-18.264	-30.765	-20.537	-5.190	-1.040	4.118
Inversiones en Acciones	2.069	78	-8.020	15.586	9.292	-428	-1.056	2.065	8.429
Flujo de Caja Libre Operacional	7.746	24.468	-13.698	-6.609	-67.331	-39.461	21.400	16.011	24.524
Dividendos pagados	-6.879	-12.694	-14.688	-13.012	-16.916	-6.357	-5.863	-7.730	-6.395
Flujo de Caja Disponible	867	11.775	-28.385	-19.621	-84.246	-45.818	15.536	8.281	18.130
Movimiento en Empresas Relacionadas		1.543	-6.891	-4.790	2.780	12.949	178	133	-53
Otros movimientos de inversiones	380	-15.601	5.437	2.016	5.916	4.014	2.124	-332	-2.296
Flujo de Caja Antes de Financiamiento	1.248	-2.284	-29.839	-22.395	-75.550	-28.855	17.839	8.082	15.781
Variación de capital patrimonial	33.128	847	4.716	1.279	4.850	404	541	10	29
Variación de deudas financieras	-17.527	-1.757	13.137	11.443	66.308	49.259	-15.026	-33.104	3.527
Otros movimientos de financiamiento	-14.358	-83	-156		2.549	2.964	-3.199	905	78
Financiamiento con EERR	2.826	-1.098	12.435	2.067	1.743	-2.871	1.749	2.907	1.053
Flujo de Caja Neto del Ejercicio	5.317	-4.375	293	-7.605	-100	20.902	1.905	-21.200	20.467
Caja Inicial	19.069	24.387	23.922	24.215	16.610	16.510	37.412	39.316	18.116
Caja Final	24.387	20.012	24.215	16.610	16.510	37.412	39.316	18.116	38.583
Caja y equivalentes	24.387	20.012	24.215	16.610	16.510	37.412	39.316	18.116	38.583
Cuentas por Cobrar Clientes	86.037	87.539	108.604	106.709	141.737	138.875	143.594	165.702	183.489
Inventario	33.204	54.640	65.854	72.371	77.159	111.262	128.531	114.939	101.088
Deuda Financiera ⁽⁷⁾	84.476	81.836	130.740	130.266	218.145	241.556	298.095	275.332	240.190
Deuda Financiera Ajustada ⁽⁸⁾	84.476	81.836	130.740	130.266	218.145	251.561	234.093	210.428	192.811
Activos Clasificados para la venta						83.642		7.467	2.760
Activos Totales	300.303	332.196	423.388	431.662	526.223	630.825	648.078	620.864	620.159
Pasivos Clasificados para la venta						83.912			
Pasivos Totales	164.777	186.538	257.723	246.178	334.972	461.530	460.099	428.352	420.820
Patrimonio + Interés Minoritario	135.526	145.658	165.665	185.484	191.251	169.295	187.979	192.512	199.339

(1) Ingresos Ajustados= Ingresos operacionales descontando los ingresos de proyectos de energía con una estructura de financiamiento Project Finance.

(2) Ebitda: Resultado Operacional más depreciación y amortización.

- (3) Ebitda Ajustado = Ebitda + dividendos recibidos (hasta 2011) + participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas que se contabilicen utilizando el método de participación (desde 2012) – Ebitda de proyectos de energía con una estructura de financiamiento Project Finance (desde 2015).
- (4) Gastos financieros Ajustados= Gasto Financiero – Gasto Financiero de proyectos de energía con una estructura de financiamiento Project Finance (desde 2015).
- (5) Flujo de caja de la operación antes de intereses netos.
- (6) Cifras estimadas por Feller Rate sobre la base de reportes de flujo de caja neto operacional presentado por la compañía antes de los dividendos pagados y descontado los intereses netos del periodo.
- (7) Deuda Financiera: incluye otros pasivos financieros corrientes y no corrientes.
- (8) Deuda Financiera Ajustada: Deuda financiera + pasivos financieros corrientes y no corrientes de Los Hierros II en 2014 –Deuda Financiera de proyectos de energía con una estructura de financiamiento Project Finance (desde 2015).

Principales Indicadores Financieros

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Margen Bruto	10,6%	12,4%	12,1%	11,4%	7,2%	4,8%	12,7%	11,6%	9,9%
Margen Operacional (%)	7,2%	8,4%	8,1%	6,9%	2,5%	-0,4%	8,2%	7,5%	5,3%
Margen Ebitda ⁽¹⁾ (%)	14,2%	15,6%	13,9%	12,8%	7,8%	5,6%	13,6%	12,6%	10,2%
Margen Ebitda Ajustado ⁽²⁾ (%)	15,5%	16,1%	14,9%	14,2%	9,1%	5,8%	13,8%	12,1%	10,6%
Rentabilidad Patrimonial (%)	15,4%	14,8%	15,3%	17,4%	7,5%	-5,7%	10,3%	7,6%	7,5%
Costo/Ventas	89,4%	87,6%	87,9%	88,6%	92,8%	95,2%	87,3%	88,4%	90,1%
Gav/Ventas	3,4%	4,0%	4,1%	4,5%	4,7%	5,2%	4,5%	4,1%	4,6%
Días de Cobro	104,1	105,3	102,2	83,7	109,3	132,6	111,2	126,4	132,5
Días de Pago	52,5	66,2	59,3	53,3	54,4	57,4	54,0	60,6	60,7
Días de Inventario	53,5	89,2	83,9	76,2	76,3	132,8	135,7	118,0	96,4
Endeudamiento total	1,2	1,3	1,6	1,3	1,8	2,7	2,4	2,2	2,1
Endeudamiento financiero	0,6	0,6	0,8	0,7	1,1	1,4	1,6	1,4	1,2
Endeudamiento Financiero Neto	0,4	0,4	0,6	0,6	1,1	1,2	1,4	1,3	1,0
Endeudamiento Financiero Ajustado ⁽³⁾	0,6	0,6	0,8	0,7	1,1	1,5	1,2	1,1	1,0
Endeudamiento Financiero Neto Ajustado ⁽⁴⁾	0,4	0,4	0,6	0,6	1,1	1,3	1,0	1,0	0,8
Deuda Financiera / Ebitda ⁽¹⁾ (vc)	2,4	2,1	2,9	2,6	7,1	13,5	5,6	5,5	5,6
Deuda Financiera Ajustada / Ebitda Ajustado ⁽²⁾ ⁽³⁾ (vc)	2,2	2,0	2,7	2,4	6,1	13,6	4,4	4,5	4,4
Deuda Financiera Neta / Ebitda ⁽²⁾ (vc)	1,7	1,6	2,4	2,3	6,6	11,4	4,9	5,2	4,7
Deuda Financiera Ajustada Neta / Ebitda Ajustado ⁽²⁾ ⁽³⁾ (vc)	1,5	1,5	2,2	2,1	5,6	11,6	3,7	4,1	3,5
Ebitda /Gastos Financieros ⁽²⁾ (vc)	6,1	10,2	8,8	8,7	5,6	2,3	5,0	4,2	3,9
Ebitda Ajustado/Gastos Financieros Ajustados ⁽²⁾ ⁽⁵⁾ (vc)	6,6	10,5	9,4	9,6	6,5	2,4	7,2	5,0	5,2
FCNOA / Deuda Financiera (%) ⁽³⁾ ⁽⁶⁾	21,1%	54,2%	8,1%	-0,6%	-18,8%	-5,3%	11,6%	8,6%	7,3%
FCNOA/ Deuda Financiera Neta (%) ⁽⁶⁾	29,7%	71,7%	10,0%	-0,7%	-20,3%	-6,3%	13,3%	9,2%	8,7%
FCNOA / Deuda Financiera Ajustada (%) ⁽³⁾ ⁽⁶⁾	21,1%	54,2%	8,1%	-0,6%	-18,8%	-5,1%	14,7%	11,3%	9,1%
FCNOA / Deuda Financiera Neta Ajustada (%) ⁽⁶⁾	29,7%	71,7%	10,0%	-0,7%	-20,3%	-6,0%	17,7%	12,3%	11,4%
Liquidez Corriente (vc)	1,7	1,7	1,4	1,5	1,3	1,3	1,2	1,3	1,3

- (1) Ebitda: Resultado Operacional más depreciación y amortización.
- (2) Ebitda Ajustado = Ebitda + dividendos recibidos (hasta 2011) + participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas que se contabilicen utilizando el método de participación (desde 2012) – Ebitda de proyectos con una estructura de financiamiento Project Finance (desde 2015).
- (3) Deuda Financiera: incluye otros pasivos financieros corrientes y no corrientes.
- (4) Deuda Financiera Ajustada: Deuda financiera + pasivos financieros corrientes y no corrientes de Los Hierros II en 2014 –Deuda Financiera de proyectos con una estructura de financiamiento Project Finance (desde 2015).
- (5) Gastos financieros Ajustados= Gasto Financiero – Gasto Financiero de proyectos con una estructura de financiamiento Project Finance (desde 2015).
- (6) Flujo de caja de la operación antes de intereses netos.

Características de los Instrumentos

ACCIONES

Presencia Ajustada ⁽¹⁾	100%
Rotación ⁽¹⁾	72,62%
Free Float ⁽²⁾	33%
Política de dividendos efectiva	Cercano al 40% de las utilidades líquidas del ejercicio
Participación Institucionales ⁽²⁾	<10%
Directores Independientes	tres de un total de siete

(1) Al 31/01/2018.

(2) Al 31/12/2016.

LINEAS DE EFECTOS DE COMERCIO

45

Fecha de inscripción	26.02.2009
Monto máximo de la línea	U.F. 300.000
Plazo de la línea	10 años
Emissiones vigentes	-
Resguardos	Suficientes
Garantías	No contempla

LINEAS DE BONOS

853⁽¹⁾

Fecha de inscripción	28-02-2017
Monto de la línea	UF 800.000
Plazo de la línea	10 años
Serie inscritas al amparo de la línea	
Rescate anticipado	Total o parcial, en los términos que se indique en las respectivas escrituras complementarias de cada serie de bonos
Covenants	Endeudamiento Financiero Neto <= 1,8 veces Ebitda / Gastos financieros netos >= 3 veces
Conversión	No contempla
Resguardos	Suficientes
Garantías	No tiene

(1) Según escritura de fecha 17 de enero de 2017, Repertorio N° 342-2017, de la 29ª Notaría de Santiago y modificada según escritura de fecha 14 de febrero de 2017, Repertorio N° 1.016-2017, de la 29ª Notaría de Santiago.

EMISIONES DE BONOS

Serie A

Fecha de inscripción	08-03-2017
Al amparo de Línea de Bonos	853
Monto inscrito	UF 800.000
Monto de la colocación	UF 800.000
Plazo de amortización	10 cuotas semestrales
Fecha de colocación	16-03-2017
Fecha de inicio de amortización	20-07-2019
Fecha de vencimiento de amortización	20-01-2024
Tasa de Interés	4,25% anual
Rescate Anticipado	20-07-2019
Conversión	No contempla
Resguardos	Suficientes
Garantías	No tiene

Nomenclatura de Clasificación

- 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 el 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 capacidad suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de pérdida capital y de intereses.
- Categoría D: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, y que presentan incumplimiento efectivo de pago de intereses y capital, o requerimiento de quiebra en curso.
- Categoría E: Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información suficiente o representativa para el período mínimo exigido y además no existen garantías suficientes.

Adicionalmente, para las categorías de riesgo entre AA y B, la Clasificadora utiliza la nomenclatura (+) y (-), para otorgar una mayor graduación de riesgo relativo.

Títulos de Deuda de Corto Plazo

- Nivel 1 (N-1): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Nivel 2 (N-2): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Nivel 3 (N-3): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Nivel 4 (N-4): 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 N-1, N-2 o N-3.
- Nivel 5 (N-5): Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información representativa para el período mínimo exigido para la clasificación, y además no existen garantías suficientes.

Adicionalmente, para aquellos títulos con clasificaciones en Nivel 1, Feller Rate puede agregar el distintivo (+).

Los títulos con clasificación desde Nivel 1 hasta Nivel 3 se consideran de “grado inversión”, al tiempo que los clasificados en Nivel 4 como de “no grado inversión” o “grado especulativo”.

Acciones

- Primera Clase Nivel 1: Títulos con la mejor combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 2: Títulos con una muy buena combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 3: Títulos con una buena combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 4: Títulos accionarios con una razonable combinación de solvencia, y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Segunda Clase (ó Nivel 5): Títulos accionarios con una inadecuada combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Sin Información Suficiente: Títulos accionarios cuyo emisor no presenta información representativa y válida para realizar un adecuado análisis.

Perspectivas

Feller Rate asigna Perspectivas de la Clasificación, como opinión sobre el comportamiento de la clasificación de la solvencia de la entidad en el mediano y largo plazo. La clasificadora considera los posibles cambios en la economía, las bases del negocio, la estructura organizativa y de propiedad de la empresa, la industria y en otros factores relevantes. Con todo, las perspectivas no implican necesariamente un futuro cambio en las clasificaciones asignadas a la empresa.

- Positivas: la clasificación puede subir.
- Estables: la clasificación probablemente no cambie.
- Negativas: la clasificación puede bajar.
- En desarrollo: la clasificación puede subir, bajar o ser confirmada.

Creditwatch

Un Creditwatch o Revisión Especial señala la dirección potencial de una clasificación, centrándose en eventos y tendencias de corto plazo que motivan que ésta quede sujeta a una observación especial por parte de Feller Rate. Estos son los casos de fusiones, adquisiciones, recapitalizaciones, acciones regulatorias, cambios de controlador o desarrollos operacionales anticipados, entre otros. Con todo, el que una clasificación se encuentre en Creditwatch no significa que su modificación sea inevitable.

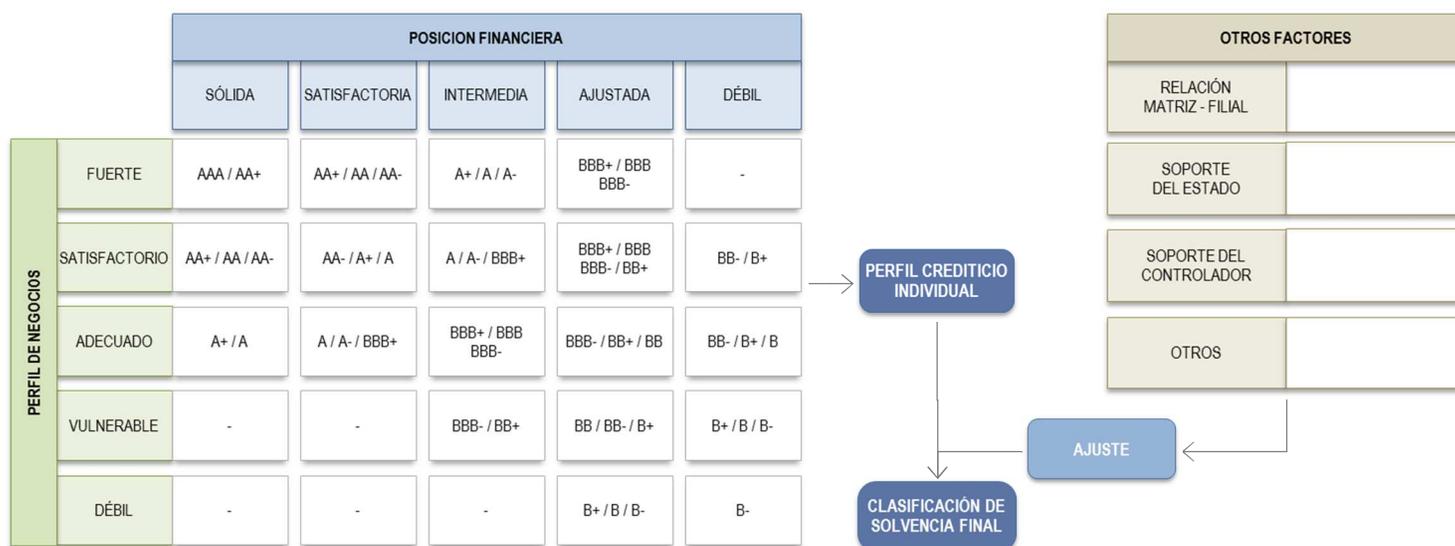
- CW Positivo: la clasificación puede subir.
- CW Negativo: la clasificación puede bajar.
- CW En desarrollo: la clasificación puede subir, bajar o ser confirmada.

Descriptor de Liquidez

- Robusta: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite incluso ante un escenario de stress severo que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses.
- Satisfactoria: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite cumplir con holgura el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un escenario de stress severo que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- Suficiente: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un escenario de stress moderado que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- Ajustada: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite mínimamente cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un pequeño cambio adverso en las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- Insuficiente: La empresa no cuenta con una posición de liquidez que le permita cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses.

Matriz de Riesgo Crediticio Individual y Clasificación Final

La matriz presentada en el diagrama entrega las categorías de riesgo indicativas para diferentes combinaciones de perfiles de negocio y financieros. Cabe destacar que éstas se presentan sólo a modo ilustrativo, sin que la matriz constituya una regla estricta a aplicar.



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 Comisión para el Mercado Financiero, 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.

La información presentada en estos análisis proviene de fuentes consideradas altamente confiables. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, Feller Rate no garantiza la exactitud o integridad de la información y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el empleo de esa información. Las clasificaciones de Feller Rate son una apreciación de la solvencia de la empresa y de los títulos que ella emite, considerando la capacidad que ésta tiene para cumplir con sus obligaciones en los términos y plazos pactados.