

## Besalco S.A.

## Análisis de Riesgo

## Clasificaciones

<b>Escala Internacional</b>	
IDR* (ME*)	N/A
IDR* (ML*)	N/A
Bonos Internacionales	N/A
<b>Escala Nacional</b>	
Solvencia	BBB(cl)
Línea de Bonos	N/A
Línea de Efectos de Comercio	N3/BBB(cl)
Acciones	Nivel 3(cl)
<b>Outlook</b>	Watch Negativo

\*IDR: Issuer Default Rating

\*ME: Moneda Extranjera

\*ML: Moneda Local

## Resumen Financiero

## Besalco S.A.

Mill.CLP	UDM 31/12/2013 30/09/2014	
Ventas	374.125	392.301
EBITDA	8.502	34.299
Margen de EBITDA (%)	2,3	8,7
Flujo Generado por las Operaciones	(5.020)	(12.359)
Flujo de Caja Libre	(75.263)	(97.754)
Caja e Inversiones Corrientes	25.903	16.510
Deuda Total Ajustada	282.615	218.145
Deuda Total	30,2	5,9
Ajustada/EBITDAR (x)		
Deuda Total Ajustada /FGO (x)	107,2	(29,8)
EBITDAR/Intereses + Arriendos (x)	1,0	5,6

Fuente Besalco

## Informes Relacionados

Outlook 2014: Sector Corporativo Chileno (Enero 2014)

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

## Analistas

Alejandra Fernández  
+56 2 2499 3323  
[Alejandra.fernandez@fitchratings.com](mailto:Alejandra.fernandez@fitchratings.com)Francisco Mercadal  
+56 2 2499 3340  
[francisco.mercadal@fitchratings.com](mailto:francisco.mercadal@fitchratings.com)

## Factores Clave de la Clasificación

**Baja en las Clasificaciones:** La baja en las clasificaciones de Besalco S.A. (Besalco) se explica por el fuerte deterioro en su perfil crediticio registrado a partir de 2013 y que se agudizó durante 2014. Lo anterior, en línea con las pérdidas operacionales de ciertos proyectos de obras civiles, unido a mayores niveles de deuda asociados a inversiones y a un sector inmobiliario requirente de capital de trabajo que se mantuvo dinámico.

**Rating Watch Negativo (RWN):** El RWN refleja lo desajustados que se mantienen los indicadores crediticios de la compañía en relación a la clasificación asignada. Lo anterior implica que de no cumplirse las proyecciones financieras presentadas por la compañía en el corto plazo, las cuales muestran un cambio de tendencia en los resultados operacionales de Besalco, Fitch nuevamente tomará una acción de rating negativa.

**Fuerte Deterioro en Indicadores Crediticios:** Besalco ha mostrado un deterioro relevante en sus indicadores, con una caída en su EBITDA a CLP8.502 millones a los últimos doce meses a septiembre de 2014 (UDM), desde los CLP34.299 millones a fines de 2013 y CLP55.617 millones en 2012. A su vez, el indicador UDM a septiembre de 2014 de Deuda/EBITDA alcanzó las 26,5 veces (x) comparado con 6,4x y 2,3x en los mismos períodos, respectivamente.

**Pérdidas en Negocio de Obras Civiles:** La menor generación presentada por Besalco desde 2013 se debió principalmente a pérdidas operacionales de ciertos proyectos de obras civiles que fueron afectados por el incremento en los costos operacionales de la industria que no fue posible transferir en los contratos más antiguos, así como por sobrecostos asociados a modificaciones con respecto al diseño original de las obras. Estas pérdidas se unen a una caída en la rentabilidad general del segmento por condiciones de mercado más ajustadas.

**Flexibilidad Financiera Acotada:** A septiembre de 2014 la deuda consolidada de Besalco alcanzó CLP225.556 millones (CLP218.145 millones a diciembre de 2013). Adicionalmente, existe deuda fuera de balance por CLP57.050 millones asociada a la deuda de proyecto de las centrales hidroeléctricas que se encuentran actualmente a la venta. La porción corriente de la deuda es CLP26.945 millones frente a una caja de CLP25.903 millones. El perfil de amortizaciones de Besalco al 30 de septiembre de 2014, indica que CLP42.531 millones vencen en 2016, de los cuales más de la mitad corresponden a leasing, CLP25.181 millones en 2017; y CLP97.617 millones hacia adelante.

## Sensibilidad de la Clasificación

La indicación negativa se retiraría en caso de cumplirse las proyecciones que indican un cambio de tendencia en los resultados operacionales de la compañía. Fitch, en base a las estimaciones de la compañía, proyecta un cuarto trimestre sin nuevas pérdidas por proyectos de obras civiles, lo que redundaría en una mejora en el EBITDA de 2014 alcanzando una cifra en el rango entre CLP15 mil y CLP20 mil millones. A su vez, para 2015, Fitch prevé una recuperación del EBITDA de la compañía acercándose ya a promedios históricos en torno a CLP45 mil millones, terminando el año con una Deuda/EBITDA bajo las 6x. Lo anterior resulta de los contratos existentes en el segmento servicio maquinaria, obras civiles y en la oferta inmobiliaria ya en construcción. Adicionalmente, se asume que a esa fecha ya se hizo una limpieza en el balance de los proyectos deficitarios y se realiza la transacción de las centrales hidroeléctricas actualmente a la venta. Finalmente, la caja se vería aliviada por menores inversiones y dividendos. Las clasificaciones de Besalco se ajustarían nuevamente a la baja de presentar la compañía resultados que la alejen de las proyecciones de Fitch.

**Hechos Recientes**

**Besalco Inicia un Proceso de Venta de Proyectos Hidroeléctricos Los Hierros I y Los Hierros II:** La central hidroeléctrica Los Hierros I, pertenece a la filial Empresa Eléctrica Aguas del Melado S.A. Cuenta con una potencia instalada de 25 MW y representa un 11,41% de los activos consolidados de Besalco S.A. A su vez, la central hidroeléctrica Los Hierros II pertenece a la filial Empresa Eléctrica Portezuelo SpA., tiene una potencia instalada de 5,5 MW, aproximadamente y representa un 2,80% de los activos consolidados de Besalco S.A. al 30 de junio de 2014.

En junio de 2014, Besalco Maquinarias S.A. adquiere el 50% de participación de Besalco Cerro Alto S.A., correspondiente a las acciones en poder de terceros y un 4,16% en poder de otra sociedad del grupo, completando el 100% de participación a nivel consolidado. Besalco Cerro Alto S.A. (actualmente Minera Besalco S.A.) presta servicios a la minería, ya sea la ejecución de obras de movimiento de tierra, perforación y tronadura, trabajos subterráneos, adquisición, importación y exportación o arriendo de equipos para la prestación de servicios para la ejecución de las obras.

**Perfil Financiero**

**Estructura de Deuda y Liquidez**

Al 30 de septiembre de 2014, Besalco mantiene una deuda total de CLP225 mil millones (CLP218 mil millones a diciembre de 2013, CLP130 mil millones 2012) concentrada un 49% en el largo plazo. La deuda está compuesta en un 73% por préstamos bancarios, 15% por leasings, 3% por efectos de comercio y el resto corresponde a otros financiamientos que incluyen operaciones de factoring y confirming. Adicionalmente, existe deuda fuera de balance por CLP57.050 millones asociada a la deuda de proyecto de las centrales hidroeléctricas que se encuentran actualmente a la venta.

El incremento de la deuda de Besalco se debe principalmente a las pérdidas operacionales asociadas a proyectos deficitarios del segmento obras civiles, adicionalmente a la demanda de recursos de la filial inmobiliaria para financiar un alto nivel de actividad.

Besalco Construcciones tomó un crédito a seis años plazo por un monto de CLP16 mil millones. A su vez, Besalco S.A. ha girado líneas de crédito bancarias para inyectar liquidez a la filial Besalco Construcciones.

De la deuda de corto plazo por CLP116.102 millones, CLP89.158 millones corresponden a créditos de construcción que se pagan con la venta de vivienda; y a créditos de capital de trabajo, siendo la porción corriente de la deuda bancaria aproximadamente CLP26.945 millones frente a una caja de CLP25.903 millones. El perfil de amortizaciones de Besalco al 30 de septiembre de 2014, indica que CLP42.531 millones vencen en 2016, de los cuales más de la mitad corresponden a leasing, CLP25.181 millones en 2017; y CLP97.617 millones hacia adelante.

**Flujo de Caja e Indicadores Crediticios**

Al año móvil terminado en septiembre de 2014, las ventas consolidadas de Besalco totalizaron CLP374.125 millones, un 4,6% menores a las de fines de 2013, debido a la menor actividad en la filial Besalco Construcciones S.A. y menores ventas en el segmento inmobiliario con una construcción relevante que se escriturará en los próximos meses. La compañía está focalizando sus recursos en proyectos de mayor rentabilidad.

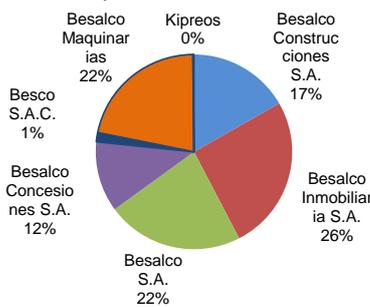
El EBITDA Ajustado por los dividendos de filiales que no consolidan, al año móvil terminado en septiembre 2014, presenta una fuerte baja con CLP8.502 millones respecto a los CLP34.298 millones al cierre de 2013 (CLP55.617 millones en 2012). De igual forma, el margen cae a 2,3% de 8,7% al cierre de 2013 (14,4% en 2012).

**Criterios Relacionados**

Metodología de Calificación de Empresas no Financieras (Julio 3, 2013)

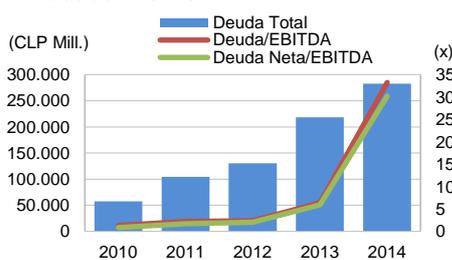
Metodología de Clasificación de Acciones en Chile (Julio 3, 2013)

**Deuda Total por Filial**  
Al 30 de Septiembre de 2014



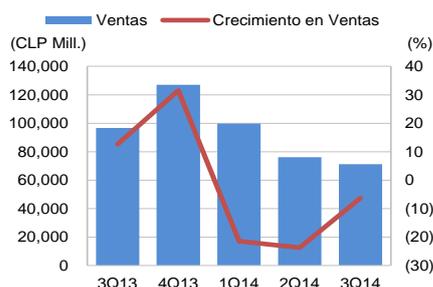
Fuente: Besalco.

**Deuda Total e Indicadores de Endeudamiento**



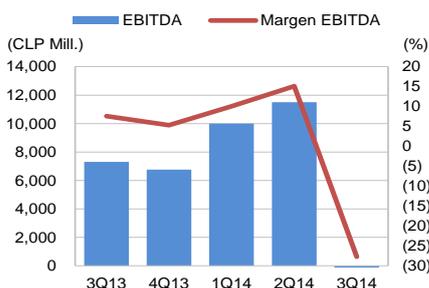
Fuente: Besalco.

**Tendencia de los Ingresos**



Fuente Besalco.

**Tendencia del EBITDA**

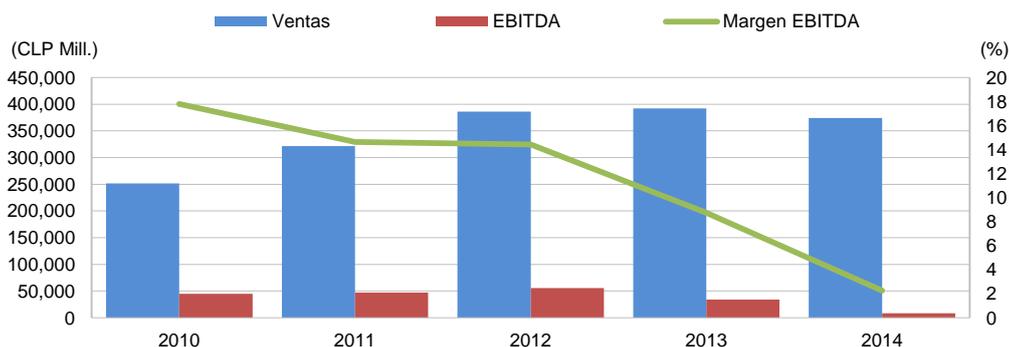


Fuente: Besalco.

La menor generación presentada por Besalco desde 2013 se debió principalmente a pérdidas operacionales de ciertos proyectos de obras civiles. Éstos fueron afectados por el incremento en los costos operacionales de la industria que no fue posible transferir por la falta de cláusulas de indexación en los contratos más antiguos, así como por sobrecostos asociados a modificaciones con respecto al diseño original de las obras. Los proyectos que mostraron mayores pérdidas son el mall de Copiapó y el hospital del mismo lugar.

Estas pérdidas se unen a una caída en la rentabilidad general del segmento por condiciones de mercado más ajustadas por mayores costos y alta competencia.

**Desempeño Financiero — Anual**



Fuente: Besalco.

Los altos niveles de actividad del sector inmobiliario incrementaron las necesidades de capital de trabajo que alcanzaron CLP54.342 millones. Lo anterior, junto a una menor generación operacional resultaron en un Flujo de Caja Operativo negativo de -CLP59.362 millones. Este déficit, junto a inversiones por CLP7.149 millones y dividendos por CLP8.752 millones, terminaron en un Flujo de Caja Libre negativo de -CLP75.263 millones. Este déficit fue financiado fundamentalmente por deuda, la cual muestra una variación neta de CLP59.207 millones, y luego por el aporte al flujo de CLP19.095 millones proveniente de otras inversiones.

**Perfil de la Empresa**

Besalco es un grupo de empresas integrado que participa en diversos negocios relacionados al sector construcción en Chile y Perú. Es controlada por la familia Bezanilla, quienes, directa e indirectamente, poseen aproximadamente el 60% de participación societaria.

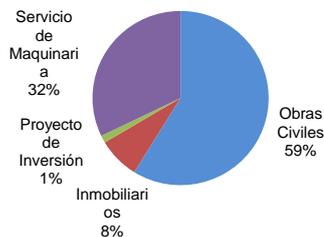
La estrategia de Besalco se centra en la diversificación de sus actividades, participando de manera integrada en áreas de distintas características en términos de requerimientos técnicos, necesidades de capital de trabajo y plazos de maduración de los proyectos. Dicha estrategia entrega sinergias y un mayor grado de estabilidad a sus flujos al permitirles atenuar los ciclos asociados a cada área de negocio en particular.

**Obras Civiles**

El segmento obras civiles, incluye los segmentos de construcción, montajes y kipeos.

**Besalco Construcciones S.A.** gestiona y realiza contratos de construcción en distintas especialidades para el sector público y privado. Obras tales como túneles, represas, obras sanitarias, movimientos de tierra, obras subterráneas, producción minera, manejos de relave para la gran minería, hospitales y edificios públicos. Este tipo de contratos se caracteriza por que la empresa constructora debe proveer tanto la mano de obra como los insumos necesarios para ejecutar la obra diseñada y encomendada por el cliente. Besalco aborda los contratos de construcción en forma individual o en consorcios formados junto a otras compañías constructoras.

**Composición de los Ingresos**  
Al 30 de Septiembre de 2014



Fuente: Besalco.

**Besalco MD Montajes S.A.:** Esta compañía orienta sus actividades fundamentalmente a la minería que requiere complejas especialidades en obras civiles y en montaje. Este tipo de contratos se caracteriza por requerir gran cantidad de mano de obra especializada que debe ser aportada por la empresa de montaje, siendo, en general, responsabilidad del mandante la provisión del diseño, ingeniería y equipamiento a montar.

**Kipreos Ingeniería S.A.:** Presta servicios de instalación, ejecución de proyectos, asesorías, exportación y comercialización de productos eléctricos de alta, media y baja tensión. Servicios Aéreos Kipreos S.A. presta el servicio de transporte aéreo de pasajeros y carga, y trabajos aéreos en el territorio nacional y países limítrofes. Los sectores de la economía donde operan estas sociedades principalmente son: minería, construcción, transmisión eléctrica y agricultura, además de la prestación de servicios a los organismos gubernamentales de emergencias nacionales.

A septiembre de 2014, los ingresos operacionales de este negocio antes de ajustes y eliminaciones entre segmentos presentan una disminución de un 3,1% con respecto al año anterior. A su vez, presenta una pérdida operacional de CLP16.793 millones debido al incremento en los costos operacionales más el reconocimiento de pérdidas probables.

Los resultados atribuibles a la controladora presentan una disminución respecto del mismo período del año anterior, pasando de una pérdida de CLP992 millones en 2013 a una pérdida de CLP39.674 millones en 2014, generada principalmente por mayores costos de obras, por el reconocimiento de pérdida por deterioro de cuentas por cobrar, y por el reconocimiento de probables pérdidas que han sido estimadas al término de las obras del Mall Plaza Copiapó y hospitales de Copiapó y Talca, administradas por la filial Besalco Construcciones S.A..

**Servicios de Maquinaria**

**Besalco Maquinarias S.A.** basa su negocio en un servicio integral que considera el servicio de logística de transporte con maquinaria pesada y equipos en general, asociado a los sectores forestal, minero y transporte de materiales de construcción. El servicio incluye la operación de la maquinaria pesada, asistencia mecánica, repuestos y transporte. Este negocio presta servicios mayoritariamente a terceros no relacionados y, en menor medida, a Besalco Construcciones. Entre las principales actividades se encuentran el carguío, transporte además de extracción y servicios integrales para el procesamiento de productos de la minería y minerales; transporte de hormigón premezclado. Adicionalmente, incluye la cosecha motorizada de bosques, transporte de rollizos de madera y transporte de ripios y operación de botaderos.

A septiembre de 2014, los ingresos antes de los ajustes presentan una disminución respecto al año anterior con una variación negativa de un 5,4%. A su vez, la ganancia bruta presenta un aumento del 5,5%.

**Inmobiliaria**

El objetivo de este segmento es el desarrollo y ejecución de proyectos inmobiliarios propios y de consorcios con terceros. La estrategia de negocios contempla la totalidad del ciclo, desde la elección de los terrenos, financiamiento, adquisición, permisos, diseño de arquitectura y urbanismo, construcción, comercialización final de las viviendas y cobranza. El mercado objetivo de Besalco está constituido por el segmento socioeconómico alto (ABC1) y medio de la población (C2 y C3), fluctuando el precio de las viviendas entre UF1.500 y UF23.000.

En este segmento, a septiembre de 2014, los ingresos y los costos de venta antes de ajustes, han presentado una disminución de un 37,2% y un 38,1%, respectivamente respecto al año anterior. La ganancia bruta presenta una disminución de 32,4% respecto septiembre de 2013.

**Proyectos de Inversión**

Bajo este segmento se gestionan contratos ligados a concesiones de obras públicas y privadas, incluyendo el desarrollo de los proyectos de ingeniería, la gestión del financiamiento, la contratación de la construcción, la mantención y operación de obras. Actualmente, cuenta con un embalse y redes de canales de regadío, recintos penitenciarios, un cementerio y estacionamientos subterráneos.

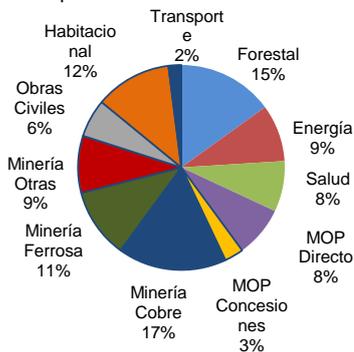
Los ingresos representaron un incremento de CLP2.188 millones respecto a septiembre de 2013, principalmente por el reconocimiento de ingresos de actividades ordinarias relacionados con la sociedad Besalco Energía S.A. y proyectos de concesión.

**Backlog**

Al 30 de septiembre de 2014, Besalco alcanza un backlog de USD774 millones, presentando una caída de 16,5% respecto a igual período año anterior. No obstante esta cifra, existen propuestas en proceso de adjudicación. Entre los proyectos propios, aún no incorporados al backlog, hay proyectos inmobiliarios y desarrollos hidroeléctricos que aún no inician su fase de construcción. La caída en el backlog se explica, fundamentalmente, en la focalización en proyectos con mayores niveles de rentabilidad y menores niveles de riesgo, lo que ha implicado una reducción en la cartera de proyectos adicionalmente al efecto tipo de cambio al presentar el backlog en dólares. De los USD734 millones en contratos adjudicados, USD347 millones se facturarán durante 2015, existiendo una amplia diversificación en las distintas áreas de negocio de los mandantes (forestal, energía, minería, salud, entre otros). Además, el 11% del total de los contratos corresponde al Ministerio de Obras Públicas.

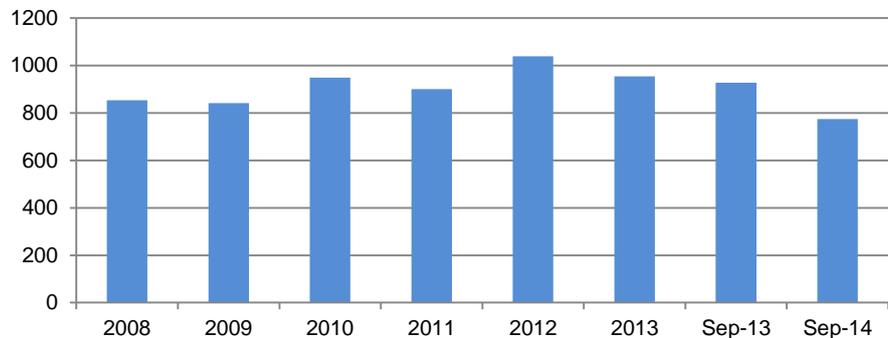
**Backlog por Sector**

Al 30 de Septiembre de 2014



Fuente: Besalco.

**Evolución Backlog (MMUSD)**



Fuente: Besalco

**Industria**

La industria de la construcción en Chile se encuentra altamente fragmentada, con numerosos actores en los distintos negocios. Besalco, a través de sus diferentes filiales, participa en los sectores de infraestructura pública (pavimentación y concesiones), infraestructura productiva (obras civiles y montaje) y vivienda privada (inmobiliaria). En todos los sectores en que participa enfrenta altos niveles de competencia.

El sector construcción se ha visto afectado por una presión relevante en sus márgenes operacionales, lo que se ha traducido en alzas en los niveles de endeudamiento, debilitando la condición crediticia de compañías del sector.

El término del ciclo de inversión productiva en el sector minero, junto a las rigideces en la institucionalidad de aprobación ambiental, ha tenido un impacto negativo en la inversión afectando al sector. De acuerdo a información obtenida por la Cámara Chilena de la Construcción, el Índice Mensual de Actividad de la Construcción (IMACON) ha continuado

desacelerándose junto al deterioro del indicador de confianza empresarial y al menor dinamismo de los sectores económicos ligados a la construcción. El IMACON ha disminuido sistemáticamente su tasa de variación anual desde diciembre de 2013, para luego arrojar cifras negativas en torno a -2% anual a partir de junio de 2014.

Los anuncios hechos por el Gobierno de un programa de inversiones en infraestructura no tendrían un impacto material durante el 2015.

Fitch espera se mantengan los altos niveles de competencia, una desaceleración en el crecimiento del sector y un mercado laboral menos desafiante. La magnitud con que se conjuguen estos factores determinará el grado de dificultades que continuará enfrentando el sector durante 2015.

**Historial de Clasificación:**

Fecha	Clasificación
23/12/2014	Primera Clase Nivel 3(cl)
10/02/2014	Primera Clase Nivel 3(cl)
11/02/2013	Primera Clase Nivel 2(cl)
23/02/2012	Primera Clase Nivel 2(cl)
14/12/2011	Primera Clase Nivel 2(cl)

Fuente: Fitch

**Características de los Instrumentos**

**Líneas de Efectos de Comercio No. 45**

Besalco cuenta con una línea de efectos de comercio vigente inscrita ante la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) bajo el N°45

**Líneas y Series**

Línea N°	45
Serie	
Plazo Línea	10 años
Monto aprobado	UF300.000
Series Inscritas	3
Fecha de Inscripción	26/02/2009

**Covenants**

Covenants	Covenant	Indicador a Sep. 2014
<b>Covenants de Cálculo Trimestral</b>		
Nivel de Endeudamiento Máximo *	=<1,0x	0,57x

Fuente: Estados Financieros de Besalco

**Títulos Accionarios**

La clasificación de acciones de Besalco en 'Primera Clase Nivel 3(cl)' se sustenta por una adecuada liquidez bursátil. Al 16 de diciembre de 2014, la compañía presenta una capitalización bursátil de USD326 millones, junto a una presencia bursátil de 77,8% y un volumen promedio transado en los últimos 12 meses de USD275 mil.

Besalco S.A.	dic-14	Ene-14
Precio de Cierre (CLP)	350,0	433,5
Rango de Precio (CLP) (52 semanas)	350 - 590	450 - 911
Capitalización Bursátil (MMUSD) (1)	326	459
Valor Económico de los Activos (MMUSD) (2)	647	781
<b>Liquidez</b>		
Presencia Bursátil	77,8%	98,3%
Volumen Prom. Ultimo Mes(MUSD)	120	567
Volumen Prom. Ultimo Año (MUSD)	275	584
Pertenece al IPSA	SI	SI
Free Float	54,60%	54,20%
<b>Rentabilidad</b>		
Rent. Accionaría (año móvil)	-37,11%	-50,72%

(1) Capitalización Bursátil = Número de Acciones \* Precio de Cierre. (2) Valor Económico de los Activos (EV) = Capitalización Bursátil + Deuda Financiera Neta. Tipo de cambio al 16/12/2014: 621,41 \$/USD

**Resumen Financiero — Besalco S.A.**

CLP 000, Year Ending Dec. 31

	LTM				
Rentabilidad	9/30/14	2013	2012	2011	2010
EBITDA	8,502,460	34,298,929	55,617,165	47,097,002	44,734,964
EBITDAR	8,502,460	34,298,929	55,617,165	47,097,002	44,734,964
Margen de EBITDA (%)	2.3	8.7	14.4	14.6	17.8
Margen de EBITDAR (%)	2.3	8.7	14.4	14.6	17.9
Retorno del FGO/Capitalización Ajustada (%)	0.6	(1.8)	10.0	14.0	30.6
Margen del Flujo de Fondos Libre (%)	(20.1)	(24.9)	(6.0)	(8.3)	3.3
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%)	(5.3)	7.6	18.4	16.3	14.9
<b>Coberturas (x)</b>					
FGO/Intereses Financieros Brutos	0.3	(1.2)	4.4	7.2	14.3
EBITDA/Intereses Financieros Brutos	1.0	5.6	7.7	9.0	10.3
EBITDAR/(Intereses Financieros + Alquileres)	1.0	5.6	7.7	9.0	10.3
EBITDA/Servicio de Deuda	0.1	0.3	1.0	0.9	1.7
EBITDAR/Servicio de Deuda	0.1	0.3	1.0	0.9	1.7
FGO/Cargos Fijos	0.3	(1.2)	4.4	7.2	14.3
FFL/Servicio de Deuda	(0.5)	(0.9)	(0.3)	(0.4)	0.5
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes)/Servicio de Deuda	(0.3)	(0.7)	0.0	0.1	1.3
FGO/Inversiones de Capital	(8.3)	(1.3)	0.5	0.4	2.0
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento (x)</b>					
Deuda Total Ajustada/FGO	107.2	(29.8)	4.1	2.8	0.9
Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA	26.5	6.4	2.3	2.7	1.8
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA	23.5	5.9	2.0	2.2	1.4
Deuda Total Ajustada/EBITDAR	33.2	6.4	2.3	2.2	1.3
Deuda Total Ajustada Neta/EBITDAR	30.2	5.9	2.0	1.7	0.8
Costo de Financiamiento Implícito (%)	4.0	3.5	5.6	5.0	6.2
Deuda Garantizada/Deuda Total	—	—	—	—	—
Deuda Corto Plazo/Deuda Total	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3
<b>Balance</b>					
Total Activos	618,851,451	526,223,178	446,708,774	423,213,726	332,195,607
Caja e Inversiones Corrientes	25,903,284	16,509,978	16,609,847	24,214,923	20,012,008
Deuda Corto Plazo	116,101,563	95,998,978	45,958,514	50,079,871	21,252,676
Deuda Largo Plazo	109,454,625	122,146,403	84,307,259	79,018,733	60,583,352
<b>Deuda Total</b>	<b>225,556,188</b>	<b>218,145,381</b>	<b>130,265,773</b>	<b>129,098,604</b>	<b>81,836,028</b>
Deuda asimilable al Patrimonio	—	—	—	—	—
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	225,556,188	218,145,381	130,265,773	129,098,604	81,836,028
Deuda Fuera de Balance	57,058,714	—	—	(24,803,020)	(24,582,793)
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	282,614,902	218,145,381	130,265,773	104,295,584	57,253,235
Total Patrimonio	164,781,436	191,250,802	185,484,183	165,664,571	145,657,655
<b>Total Capital Ajustado</b>	<b>447,396,338</b>	<b>409,396,183</b>	<b>315,749,956</b>	<b>269,960,155</b>	<b>202,910,890</b>
<b>Flujo de Caja</b>					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	(5,019,941)	(12,359,424)	25,791,939	33,661,762	58,395,465
Variación del Capital de Trabajo	(54,342,770)	(33,186,163)	(14,101,997)	(24,765,073)	(16,403,945)
<b>Flujo de Caja Operativo (FCO)</b>	<b>(59,362,711)</b>	<b>(45,545,587)</b>	<b>11,689,942</b>	<b>8,896,689</b>	<b>41,991,520</b>
Flujo de Caja No Operativo/No Recurrente Total	—	—	—	—	—
Inversiones de Capital	(7,149,003)	(35,293,131)	(21,799,747)	(20,916,184)	(20,933,444)
Dividendos	(8,751,744)	(16,915,640)	(13,012,131)	(14,687,605)	(12,693,884)
<b>Flujo de Fondos Libre (FFL)</b>	<b>(75,263,458)</b>	<b>(97,754,358)</b>	<b>(23,121,936)</b>	<b>(26,707,100)</b>	<b>8,364,192</b>
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	350,145	6,407,458	15,555,525	6,342,137	3,332,107
Otras Inversiones, Neto	19,094,637	16,289,775	(5,317,209)	(9,473,573)	(13,980,024)
Variación Neta de Deuda	59,207,017	66,307,611	11,443,456	13,136,565	(1,757,100)
Variación Neta del Capital	2,881,509	4,850,160	1,279,050	4,715,603	846,754
Otros (Inversión y Financiación)	9,919,276	3,699,616	1,732,355	12,279,787	(1,097,696)
<b>Variación de Caja</b>	<b>16,189,126</b>	<b>(199,738)</b>	<b>1,571,241</b>	<b>293,419</b>	<b>(4,291,767)</b>
<b>Estado de Resultados</b>					
Ventas Netas	374,124,716	392,300,947	385,879,144	321,612,671	251,563,335
Variación de Ventas (%)	3.4	1.7	20.0	27.8	1.1
EBIT	(14,217,219)	9,665,275	26,546,459	25,943,370	21,151,731
Intereses Financieros Brutos	8,259,875	6,151,823	7,246,630	5,247,824	4,340,679
Alquileres	—	—	—	—	—
Resultado Neto	(9,224,427)	14,396,261	32,246,081	25,403,901	21,511,448

Source: Company report.

### Categorías de Clasificación de Largo Plazo

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### Categorías de Clasificación de Corto Plazo

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

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

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

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

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

### Categorías de Clasificación de Títulos Accionarios

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación 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 calificación 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 calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones 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 calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1.000 a USD750.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10.000 y USD1.500.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación 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.