

	30 Nov 2015	30 Nov 2016
Solvencia	A+	A+
Perspectivas	Estables	Estables

\* Detalle de las clasificaciones en Anexo

Indicadores Relevantes			
	2014	2015	sep-16
Margen operacional	11,4%	6,0%	9,3%
Margen Ebitda	21,3%	19,4 %	23,4%
Endeudamiento total	0,8	0,8	0,8
Endeudamiento financiero	0,4	0,5	0,5
Endeudamiento financiero neto	0,3	0,3	0,2
Ebitda / Gastos financieros	5,5	4,7	4,6
Deuda financiera / Ebitda	3,3	5,2	4,8
Deuda financiera neta / Ebitda	2,5	3,0	2,2
Liquidez corriente	1,3	1,8	2,3

Perfil de Negocios: Satisfactorio					
Principales Aspectos Evaluados	Débil	Vulnerable	Adecuado	Satisfactorio	
				Satisfactorio	Fuerte
Comportamiento commodity de sus principales productos				■	
Estructura de costos				■	
Diversificación de ingresos			■		

Posición Financiera: Satisfactoria					
Principales Aspectos Evaluados	Débil	Ajustada	Intermedia	Satisfactoria	
				Satisfactoria	Sólida
Rentabilidad y Generación de flujos				■	
Endeudamiento y coberturas				■	
Participación en industria intensiva en capital			■		
Liquidez				■	

## Fundamentos

La clasificación "A+" de CAP S.A. refleja un perfil de negocios "Satisfactorio" y una posición financiera "Satisfactoria".

El principal negocio de CAP es la minería del hierro (CMP), el que representó un 72% del Ebitda consolidado a septiembre de 2016. Adicionalmente, la entidad opera en el área siderúrgica, posee el control de un grupo de empresas de procesamiento de acero y participa del negocio de infraestructura. El flujo de fondos operacional de la empresa está altamente expuesto a las variaciones de los precios internacionales y al desempeño del mercado asiático; sin embargo, la estructura de costos permite a la compañía mantenerse operativa en escenarios adversos.

A septiembre de 2016, los ingresos y el Ebitda registraron un incremento del 6,6% y 24,1%, llegando a US\$1.150 millones y US\$269 millones, respectivamente, respecto de septiembre de 2015. Esto, como consecuencia del crecimiento de los volúmenes despachados en un 29%, compensando la caída del 3% en el precio promedio. En consecuencia, los indicadores de endeudamiento financiero, cobertura de gastos financieros y deuda financiera neta sobre Ebitda alcanzaron 0,5 veces, 4,6 veces y 2,2 veces, respectivamente; evidenciando cierta recuperación en términos de margen Ebitda, pero manteniendo la tendencia de deterioro en cobertura de gastos financieros y deuda financiera sobre Ebitda.

Si bien se aprecia una recuperación del precio del hierro, la expectativa de entrada de capacidad adicional hacia 2018, la caída en la producción de acero y la recuperación del costo de transporte, podrían opacar el efecto de la mayor actividad inmobiliaria en China. Sin embargo, la situación afectaría, en mayor medida, a quienes exportan material de baja ley y a quienes producen con alto *cash cost*.

Feller Rate espera una menor generación de efectivo a medida que los precios continúen con su senda decreciente. No obstante, dado el escenario mundial, CAP ha mantenido su

plan de eficiencia operacional, el que incluyó el cierre de un alto horno, reducción de personal, especialización en productos largos en acero y el reagendamiento de la producción de hierro, entre otros, lo que se reflejó en importantes mejoras en el *cash cost*, permitiendo la generación de Ebitda.

## Perspectivas: Estables

**ESCENARIO BASE:** El escenario considera un bajo nivel de inversiones durante los próximos dos años, junto con el aprovechamiento de la capacidad instalada en Cerro Negro Norte, desalinización y transmisión. Asimismo, se espera el mantenimiento de las políticas de reducción de costos que consiguieron controlar el *cash cost* y precios internacionales que permitan la generación de flujos operacionales de la compañía. Con todo, se prevé una eventual estabilización de los ratios crediticios de la compañía, ante el ajuste de las expectativas de precio del mineral de hierro para los próximos años, no obstante sujeto a la volatilidad inherente del negocio. De acuerdo a eso, el parámetro crediticio Deuda Financiera Neta/Ebitda se mantendría en el rango de 2,0 - 3,5 veces; y el de Ebitda/Gastos Financieros, sobre 5,0 veces en el corto y mediano plazo.

**ESCENARIO DE BAJA:** Podría gatillarse una baja al deteriorarse los indicadores de solvencia frente a una caída no anticipada de los precios internacionales del hierro y acero, o si la compañía tuviese que recurrir a mayores niveles de endeudamiento para financiar sus operaciones.

**ESCENARIO DE ALZA:** En base a lo antes expuesto, se considera de baja probabilidad. No obstante, esto se daría ante una mayor estabilidad del precio del mineral y a la presencia de indicadores crediticios Deuda financiera/ Ebitda y Deuda financiera neta/ Ebitda en torno a 1,0 vez, de forma estructural.

### PERFIL DE NEGOCIOS: SATISFACTORIO

#### Factores Clave

- Posición competitiva en costos permite enfrentar ciclos negativos del hierro con mayor flexibilidad, sin embargo, ésta se ve limitada por su baja escala de operaciones.
- Resultados de CMP altamente sensibles a la variabilidad del precio del hierro
- Alta exposición a la economía China, mitigada, en parte, por la atomización de clientes.
- Exposición al ciclo económico.

### POSICIÓN FINANCIERA: SATISFACTORIA

#### Factores Clave

- Relativamente bajo nivel de endeudamiento en relación con su generación de flujos.
- Deterioro de indicadores financieros ante caída en el precio del hierro.
- Planes de reducción de costos y en particular de operar con menor *capex* en los próximos años.
- Exposición a planes de inversión ante industria intensiva en capital.

Contacto: Camilo Jara  
camilo.jara@feller-rate.cl  
(562) 2757-0454  
Nicolás Martorell  
nicolas.martorell@feller-rate.cl  
(562) 2757-0496

Solvencia	A+
Perspectivas	Estables

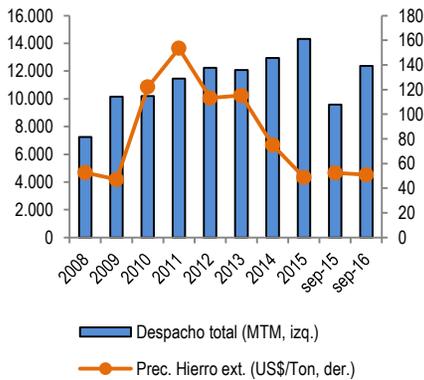
**PERFIL DE NEGOCIOS** SATISFACTORIO

**Propiedad**

El mayor accionista de CAP es la sociedad de inversiones Invercap S.A. con un 31,3% de la propiedad, seguido por la compañía Japonesa Mitsubishi Corp. (clasificado en "A+/Estable" en escala internacional) con un 19,3% del control. Mitsubishi Corporation, participa en un amplio rango de negocios tanto en Japón como en el exterior, siendo las áreas de energía y metales las principales contribuyentes a las utilidades consolidadas.

**Evolución del precio y despacho de hierro**

2008-2016



**Resultados de CMP altamente sensibles a la variabilidad del precio del hierro**



**Nueva capacidad internacional de producción de hierro ha presionado los precios a la baja**

- Nuevas instalaciones de bajo costo e importante capacidad entrarían en operación hacia 2018, presionando los precios a la baja y aplanando la curva de costos. Las operaciones de alto costo de producción tomarían tiempo en salir del mercado para generar el ajuste, por razones como la cobertura del costo fijo, la expectativa de que la situación sea transitoria o la consideración de variables políticas para tomar las decisiones operativas de las empresas (como el caso de China).
- Adicionalmente, señales positivas desde el sector inmobiliario chino y la consecuente recuperación del precio del hierro observada en los últimos 12 meses, retrasarían la potencial salida de los actores con mayor costo.
- Hacia 2018 se espera un aumento de 250 millones de toneladas de capacidad productiva de hierro de bajo costo, proveniente principalmente de los actores de mayor tamaño.
- Si bien se espera que salgan los de mayor costo, el *timing* de la salida podría variar por consideraciones como la cobertura de costo fijo o la expectativa de mejora en los precios.
- Estimaciones plantean que el precio del hierro podría incluso llegar hasta los US\$42/ton hacia el cuarto trimestre de 2017, con proyecciones de media US\$55/ton, relegando el escenario de precios actual a uno transitorio.
- Históricamente, la mayor parte del Ebitda de CAP es generado por su área de minería CMP, con lo que la generación de utilidad de la empresa es altamente sensible a la industria del hierro y en mucha menor medida a la relativa al acero y sus productos.
- Sin embargo, el actual escenario del precio hierro ha hecho que su participación disminuya, si bien se espera que la situación sea transitoria al ciclo del *commodity*.
- Por otra parte, la industria del acero enfrenta un escenario de baja demanda en China, su principal motor, y un uso de la capacidad instalada mundial que se estima por debajo del 80%, constituyéndose en una amenaza junto con los bajos márgenes que exhibe el negocio.

**Alta exposición a la economía China mitigada, en parte, por un alto nivel de demanda a través de contratos**

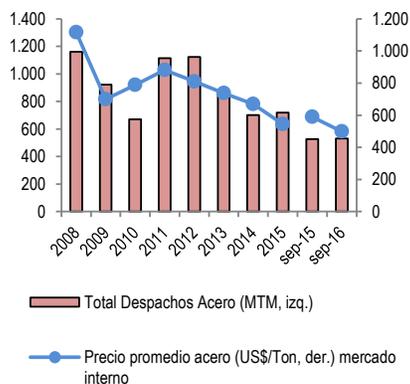
- Durante los últimos años, se observa una creciente concentración de las exportaciones hacia las economías asiáticas, con foco principalmente en China con un 70% de las exportaciones de hierro de la compañía.
- La transición de la economía China desde la inversión en infraestructura hacia una economía de valor agregado y consumo afecta las perspectivas de demanda sobre los materiales de construcción, arrastrando consigo las expectativas sobre los precios de los productos de CAP.
- Sin embargo, el 58% de las ventas de CAP son a través de contratos, mitigando en parte las volatilidades de corto plazo del precio del mineral.

**Resultados de CMP altamente sensibles a la variabilidad del precio del hierro en los mercados internacionales**

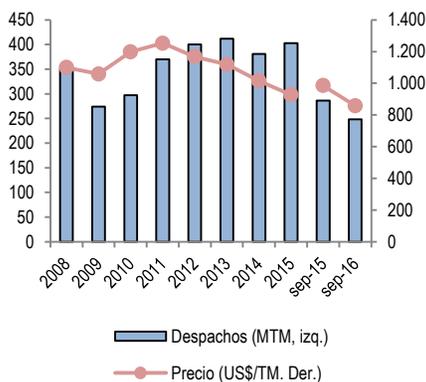
- Los resultados financieros operacionales de CMP reflejan principalmente las variaciones en el precio del hierro en los mercados internacionales.
- El volumen de venta de la empresa no se ha visto afectado de manera relevante, siendo capaz de colocar producción a niveles similares a los de años anteriores. A septiembre de 2016, los despachos de hierro totalizaban 12.380 MTM, en línea con los valores históricos y un 29,0% superior a igual periodo del año anterior. Sin embargo, los precios en el periodo habían sufrido una caída del 3% a/a.

Solvencia	A+
Perspectivas	Estables

### Desafíos en precios y despachos de acero a nivel local



### Procesamiento de Acero con mayor valor agregado, sin embargo, presiones en los precios



- Feller Rate espera que cierto grado de debilidad en el precio del hierro y sus derivados persista en los próximos años, dada la contracción de la actividad china y la expectativa de entrada neta de capacidad instalada.

### Estructura de contratos, reservas y estabilidad de la demanda comprometida permiten proyectarse en plazos largos

- CAP cuenta con reservas que, a 2015, sumaban 2.723 millones de toneladas, con CAGR desde 2008 del 9,8%, en posición de ser explotadas en la medida en que las condiciones del mercado y, en particular, del precio del hierro lo vuelvan económicamente factible.
- A septiembre de 2016, el 58% de la producción exportada correspondía a contratos, encontrándose al resto de la producción dependiente del precio spot.
- A diferencia la política de otros exportadores, la producción comprometida no necesita salir en busca de compradores, por lo que CAP no ha tenido que enfrentar problemas de exceso de oferta, sino de precios.

### Ventajas competitivas en su producción de hierro posicionan a CAP en la parte baja de la curva de costos

- El mineral extraído por la división minera CMP cuenta con la ventaja de ser de mayor concentración, 67- 68%, y con propiedades magnéticas que mejoran sus condiciones de uso posterior.
- Al igual que China, CAP exporta Magnetita, mientras que los grandes productores de Brasil y Australia producen Hematita, que si bien se encuentra más cerca de la superficie, es producto de la oxidación de la primera y obliga a un mayor consumo energético y de materias primas en los procesos siderúrgicos.
- Esa ventaja no es replicable y se premia explícitamente con un mayor precio. La sobreoferta de hierro corresponde a aquellos de menor concentración del mineral.
- Las empresas chinas en particular están dispuestas a pagar el *fee* adicional puesto que la Magnetita permite enfrentar de mejor forma ciertas regulaciones ambientales.
- CAP se encuentra en la parte media-baja de la curva de costos de *Pellet Feed 66% Fe* y en la parte baja de la curva de *Pellet Feed Magnetita 66% Fe*, lo que le da mayor flexibilidad para enfrentar los ciclos negativos de precios.
- El menor *cash cost* se explica principalmente por una desarrollada logística, la ubicación de las minas muy cercanas al mar y la mejor ley del mineral respecto de la competencia.
- Se espera que con el escenario de precios actual las empresas que tengan que salir del mercado sean aquellas menos eficientes.

### Posición de liderazgo en la industria del acero local; sin embargo, con alta competencia e importantes desafíos

- A través de la compañía siderúrgica Huachipato (CSH), históricamente CAP ha sido el principal productor y comercializador de acero en Chile con una capacidad de producción de 700.000 toneladas métricas.
- Adicionalmente, la compañía cuenta con un alto grado de integración hacia la materia prima que le permite aprovechar importantes sinergias en la producción, comercialización y distribución de sus diferentes productos permitiéndole sustentar el riesgo de su perfil de negocios.
- La posición de CAP en el mercado nacional se ve favorecida por la tendencia a preferir el acero local dado que permite mayor flexibilidad en el manejo de volúmenes de las órdenes de compra, cobertura del riesgo de cambio y la posibilidad de evitar el costo financiero de mantener inventarios.
- Adicionalmente, el aumento en el tipo de cambio encarece las importaciones, mejorando la posición competitiva de CAP al competir con importadores.

Solvencia	A+
Perspectivas	Estables

- Esto permite a CAP mantener su posición de mercado pese a las condiciones adversas de la economía, requiriendo, sin embargo, ajustar precios a las tendencias de los mercados internacionales.
- Es importante mencionar el difícil escenario que enfrenta la actividad siderúrgica en el corto plazo, con una sobrecapacidad instalada (a nivel mundial se utiliza menos del 70% de su capacidad instalada) y un escenario de menor dinamismo, lo que ha derivado en un periodo de precios bajos.

### Proceso de reducción de costos y nuevos negocios amortiguan las presiones sobre los márgenes para los próximos periodos

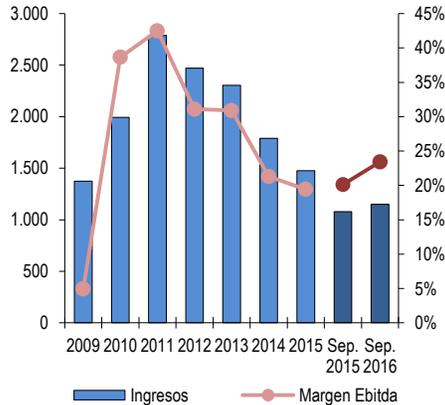
- Las políticas de reducción de costos de la compañía lograron que el *cash cost* de hierro bajara desde los 34,3 US\$/ton a septiembre de 2015, hasta niveles de 33,3 US\$/ton al tercer trimestre de 2016.
- De ese modo, si bien el margen respecto al precio realizado ha disminuido, se mantiene viables las operaciones de la empresa y su posibilidad de generar resultados positivos.
- Entre los costos que se lograron controlar se cuentan los de externalización, materiales y personal.
- Por otra parte, a septiembre de 2016 el negocio de infraestructura representaba un 14,8% del Ebitda, con altos márgenes Ebitda en torno al 69%, lo que abre la oportunidad al desarrollo de esa fuente de flujos, ya sea a través de la planta de desalinización, la línea de transmisión o el puerto Las Losas.

Solvencia	A+
Perspectivas	Estables

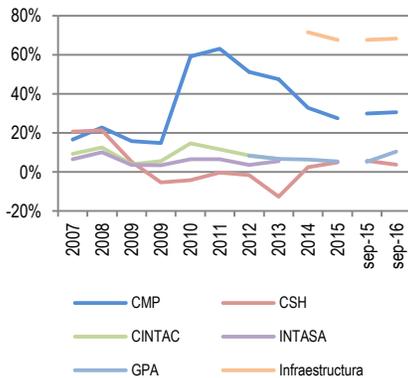
**POSICIÓN FINANCIERA SATISFACTORIA**

**Márgenes correlacionados positivamente al ciclo y volatilidad de precios**

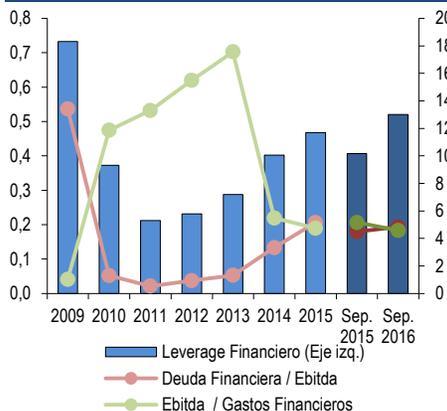
Millones de US\$



**Evolución de los márgenes Ebitda por negocio**



**Sólidos indicadores financieros**



**Rentabilidad y capacidad de generación de flujos operativos:**

*Ingresos y márgenes sensibles a la ciclicidad del negocio minero y metálico*

- Los ingresos operacionales de la compañía a septiembre de 2016 alcanzaron los US\$1.150 millones, exhibiendo un incremento del 6,6% con respecto al mismo periodo del año anterior.
- Esto, reflejo de las débiles condiciones del negocio siderúrgico (acero registró una caída del 10,63%) y de grupo de procesamiento de acero con una caída de 24,2%). Por su parte, CAP Minería un crecimiento del 38,7% en sus ingresos respecto a igual periodo del año anterior, llegando a US\$ 636 millones.
- Por su parte, el segmento de infraestructura registró ingresos por US\$58.340 millones, representando una caída del 8% respecto de igual periodo del 2015.
- El Ebitda alcanzó los US\$269 MM, creciendo por primera vez desde el cierre de 2011. Presentó una variación del 24,1% respecto de septiembre de 2015, de la mano del 41,8% registrado en el negocio de la minería de hierro, el 52,0% de procesamiento del acero y el 14,8% de infraestructura.

**Estructura de capital y coberturas:**

*Conservadora política financiera unida a una fuerte generación de flujos operacionales- aunque volátiles- se traducen en adecuados índices crediticios no obstante, presionados por menores precios*

- A septiembre de 2016, la deuda financiera bruta alcanzó los US\$1.639 MM, superando en un 27,7% los US\$1.284 MM a septiembre de 2015. El crecimiento se explica principalmente por el incremento de la deuda bancaria en un 14,3%, desde los US\$903 MM de septiembre de 2015 a los US\$1.032 de igual fecha a 2016; y el crecimiento del 105,4% en las obligaciones con el público, a través de las emisiones de los bonos series G y H.
- La deuda financiera consolidada se encontraba diversificada por tipo de instrumento, donde un 63,0% correspondía a deuda bancaria, 28,6% en obligaciones con el público, y un 8,4% en arrendamiento financiero.
- El perfil de vencimientos se encuentra estructurado preferentemente en el largo plazo, con un 46,8% de los vencimientos a partir de 2020 y sólo un 22,5% hasta 2018.
- Alrededor de un 48,4% de la deuda financiera está definida en tasa variable, exponiéndose a riesgo de variabilidad en la tasa de interés.
- Al término del tercer trimestre de 2016, el *leverage* financiero ascendió a 0,5x, el ratio Ebitda / Gastos financieros alcanzó 4,6x y la relación Deuda financiera / Ebitda a 4,8x, dada la mayor deuda financiera. Asimismo, el indicador Deuda Financiera Neta / Ebitda alcanzó las 2,2x gracias a los mayores flujos de la operación e importes procedentes de préstamos de largo plazo.
- Se espera una estabilización de los parámetros crediticios de la compañía. En base a niveles de precios esperados en torno a los US\$55/ton para el mineral, el parámetro crediticio Deuda Financiera Neta / Ebitda se mantendría en el rango las 2,0x-3,5x en el corto y mediano plazo.

Solvencia	A+
Perspectivas	Estables

#### Principales Fuentes de Liquidez

- Caja y equivalentes al cierre de septiembre 2015 por \$ 904 millones.
- Flujo de fondos operativos consistentes con un margen Ebitda en el rango considerado en nuestro escenario base.

#### Principales Usos de Liquidez

- Amortización de obligaciones financieras acorde al calendario de vencimientos.
- Requerimientos de capital de trabajo acotados.
- CAPEX según el plan de mantenimiento informado por la empresa.
- Política de reparto de dividendos por el 50% de las utilidades después de impuestos.

#### Perfil de amortizaciones

Millones de dólares

	Banco	Bonos	Otros*	Total
2017	0	0	30	30
2018	50	171	23	244
2019	350	0	24	374
2020	100	0	25	125
2021	0	235	25	260
2022-2036	0	54	131	185

\* Corresponde a Cleanairtech, Tecnocap y GPA.

## Plan de inversión y ahorro de costos

- CAP espera *capex* en US\$120 MM para 2017, muy por debajo de los niveles mostrados en la fase de mayor inversión experimentada entre 2010 y 2014, donde alrededor de la mitad del monto correspondería a mantención y la otra a pequeñas inversiones de expansión y preparación de potenciales proyectos futuros.
- Del mismo modo, los gastos de exploración se han visto reducidos de manera considerable, pasando del promedio anual de US\$33 MM de los últimos 5 años a US\$12,5 a septiembre de 2015 y US\$ 6 a septiembre de 2016.

## Liquidez: Satisfactoria

- El financiamiento de las inversiones de CAP a través de fondos propios, junto con menores precios ha debilitado su robusta posición de caja histórica.
- La caja presenta importantes mejoras respecto de los US\$360 MM alcanzados a septiembre de 2015, con los US\$904 MM observados a septiembre de 2016 en línea los valores históricos como los US\$ 883 MM de diciembre de 2011 o los US\$ 689 de finales de 2012. Ello gracias a la emisión de los bonos series G y H, junto con el giro de líneas comprometidas en octubre de 2015.
- Considera, un Ebitda esperado de 12 meses en torno a los US\$340 MM con vencimientos de corto plazo de US\$ 333 MM, asociados principalmente a deuda bancaria tipo *revolving*.
- Asimismo, CAP sustenta su flexibilidad financiera en un perfil de deuda concentrado en el largo plazo contando con un demostrado acceso al mercado financiero tanto nacional como internacional.
- Además, considera acotadas necesidades de capital de trabajo y un acotado nivel de *capex* base cercano a los US\$70 millones, junto con un reparto de dividendo en línea con un escenario de menores ingresos para 2017.
- La compañía mantiene *covenants* que brindan una serie de resguardos a los tenedores de bonos las cuales se mantienen bajo un adecuado nivel de cumplimiento a la fecha. Adicionalmente, la compañía ha renegociado los *covenants* asociados a su crédito sindicado obteniendo más holgura y flexibilidad financiera.

## Análisis individual tipo *Holding*

- CAP, es una sociedad de inversiones, por lo que su principal fuente de flujos son los dividendos recibidos de sus filiales. Por lo cual, el desempeño de sus subsidiaria (CAP minería, CAP acero y CAP soluciones en acero) son determinantes en el resultado final de la compañía.
- La política de dividendos de CAP consiste en repartir el 50% de la utilidad líquida de cada ejercicio.
- CAP se ha caracterizado históricamente por radicar la mayor parte de la deuda en la matriz, la cual a diciembre de 2014, alcanzó alrededor de US\$620 MM correspondiente a los bonos serie F (Bullet al 2018 por US\$171,5 millones), al bono internacional 144-A (Bullet con saldo de US\$ 54,2 millones al 2036), al bono serie G (Bullet con saldo de US\$ 119,6 millones al 2021), al bono serie H (Bullet con saldo de US\$ 119,6 millones al 2021) y las líneas de crédito comprometidas con Export Development Canada y Sumitomo Mitsui Corporation, giradas en octubre de 2015, por un total de US\$ 150 millones.
- Por otra parte, la sociedad, a nivel individual, recibe un flujo anual de dividendos, principalmente de CMP, lo que históricamente le ha permitido cubrir el pago de intereses, los gastos operacionales y la distribución de dividendos, los cuales alcanzan al 50% de utilidades.

Solvencia  
Perspectivas

A+  
Estables

## Clasificación de títulos accionarios en Primera Clase Nivel 2

- La clasificación de las acciones de la compañía en "Primera Clase Nivel 2" refleja la adecuada combinación entre su posición de solvencia y factores como la liquidez de los títulos, aspectos de gobiernos corporativos, de transparencia y de disponibilidad de información del emisor.
- El Directorio de la compañía está conformado por nueve miembros. 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 donde participan actualmente dos directores 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 no posee un área de Relación con los inversionistas, recayendo estas responsabilidades en la Gerencia de Administración y Finanzas, y publica en su página Web información significativa para sus accionistas que incluyen memoria anual y estados financieros trimestrales.

Solvencia	Mar. 2008	Abr. 2009	31 Mar. 2011	30 Mar. 2012	29 Mar. 2013	31 Mar. 2014	28 Nov. 2014	30 Nov. 2014	30 Nov. 2015	30 Nov. 2016
Perspectivas	A+	A+	A+	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	A+	A+
Acciones	Estables	Estables	Estables	Estables	Estables	Estables	Negativas	Negativas	Estables	Estables
Líneas de bonos	1ª Clase nivel 2									
	A+	A+	A+	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	A+	A+

### Resumen Financiero Consolidado

Cifras en millones de dólares

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	sep-15	sep-16
Ingresos Operacionales	1.375	1.994	2.787	2.470	2.305	1.790	1.475	1.079	1.150
Ebitda <sup>(1)</sup>	68	770	1.185	768	712	381	287	217	269
Resultado Operacional	-4	638	979	563	561	203	88	73	107
Ingresos Financieros	17	18	22	52	13	5	4	2	6
Gastos Financieros	-67	-65	-89	-50	-41	-70	-61	-43	-57
Ganancia (Pérdida) del Ejercicio	-11	822	630	331	282	85	12	13	31
Flujo Caja Neto de la Operación (FCNO)	278	154	651	979	777	262	239	167	246
Flujo Caja Neto de la Operación Ajustado (FCNOA)	317	202	642	964	769	259	237	167	246
FCNO Libre de Intereses Netos y Dividendos Pagados	278	156	583	952	754	243	208	146	226
Inversiones en Activos Fijos Netas	-134	-203	-281	-777	-975	-448	-47	-51	-26
Inversiones en Acciones	0	-5	0	-1	-36	0	6	-4	-22
Flujo de Caja Libre Operacional	143	-52	302	174	-256	-206	167	91	177
Dividendos Pagados	-94	-155	-322	-265	-230	-105	-47	-37	-6
Flujo de Caja Disponible	49	-207	-20	-91	-486	-311	120	54	172
Movimiento en Empresas Relacionadas	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros Movimientos de Inversiones	95	-7	-47	323	200	-26	-242	-22	-182
Flujo de Caja Antes de Financiamiento	144	-213	-67	232	-286	-337	-121	32	-10
Variación de Capital Patrimonial	0	401	32	6	25	10	0	0	0
Variación de Deudas Financieras	-90	65	155	-75	76	347	220	13	129
Otros Movimientos de Financiamiento	37	-24	-2	-1	1	0	-2	-2	-2
Financiamiento con Empresas Relacionadas	0	0	-413	0	0	0	0	0	0
Flujo de Caja Neto del Ejercicio	91	228	-295	162	-184	20	97	43	117
Caja Inicial	109	200	429	133	295	111	131	131	228
Caja Final	200	429	133	295	111	131	228	174	345
Caja y Equivalentes	393	981	883	689	247	312	618	360	904
Cuentas por Cobrar Clientes	204	504	410	451	463	268	167	195	199
Inventario	325	482	520	416	418	362	327	380	257
Deuda Financiera	907	1.001	630	719	932	1.270	1.479	1.284	1.639
Activos Totales	2.740	4.841	4.773	5.163	5.691	5.745	5.709	5.518	5.799
Pasivos Totales	1.502	2.155	1.802	2.054	2.454	2.585	2.548	2.360	2.648
Patrimonio + Interés Minoritario	1.238	2.686	2.970	3.108	3.238	3.160	3.161	3.158	3.151

1. Ebitda = Resultado Operacional + Amortizaciones y depreciaciones

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	sep-15	sep-16
Margen Bruto	8,1%	39,5%	41,0%	28,7%	30,6%	17,3%	12,9%	13,7%	15,3%
Margen Operacional (%)	-0,3%	32,0%	35,1%	22,8%	24,3%	11,4%	6,0%	6,7%	9,3%
Margen Ebitda (%)	4,9%	38,6%	42,5%	31,1%	30,9%	21,3%	19,4%	20,1%	23,4%
Rentabilidad Patrimonial (%)	-0,9%	30,6%	21,2%	10,6%	8,7%	2,7%	0,4%	0,7%	1,0%
Costo/Ventas	91,9%	60,5%	59,0%	71,3%	69,4%	82,7%	87,1%	86,3%	84,7%
Gav/Ventas	8,4%	7,5%	5,8%	5,8%	6,3%	6,0%	6,9%	7,0%	6,0%
Días de Cobro	46,1	77,7	45,3	56,1	61,7	47	39	39,8	43,4
Días de Pago	40,5	71,7	54,9	83,3	111	96	66,4	73,4	58,8
Días de Inventario	92,7	143,9	113,8	85	94,2	88,1	91,5	103,4	69,6
Endeudamiento Total	1,2	0,8	0,6	0,7	0,8	0,8	0,8	0,7	0,8
Endeudamiento Financiero	0,7	0,4	0,2	0,2	0,3	0,4	0,5	0,4	0,5
Endeudamiento Financiero Neto	0,4	0	-0,1	0	0,2	0,3	0,3	0,3	0,2
Deuda Financiera / Ebitda <sup>(1)</sup> (vc)	13,4	1,3	0,5	0,9	1,3	3,3	5,2	4,5	4,8
Deuda Financiera Neta / Ebitda <sup>(1)</sup> (vc)	7,6	0	-0,2	0	1	2,5	3	3,2	2,2
Ebitda <sup>(1)</sup> / Gastos Financieros(vc)	1	11,9	13,3	15,5	17,6	5,5	4,7	5,2	4,6
FCNOA / Deuda Financiera (%)	34,9%	20,2%	102,0%	134,1%	82,5%	20,4%	16,0%	15,0%	19,3%
FCNOA / Deuda Financiera Neta (%)	61,7%	994,0%	-253,0%	3302,5%	112,3%	27,0%	27,6%	20,8%	43,0%
Liquidez Corriente (vc)	2,7	2,5	2,6	2	1,6	1,3	1,8	1,3	2,3

1. Ebitda = Resultado Operacional + Amortizaciones y depreciaciones

## Características de los Instrumentos

### ACCIONES

#### Serie Única

Presencia Ajustada <sup>(1)</sup>	100%
Free Float <sup>(2)</sup>	45,7%
Rotación <sup>(1)</sup>	10,8%
Política de dividendos efectiva	50% de la utilidad líquida del ejercicio
Directores Independientes	1

(1) Cifra al 31 de octubre de 2016

(2) Cifra al 24 de noviembre de 2016

### LINEAS DE BONOS

	434	435	591	592
Fecha de inscripción	14.09.05	14.09.05	27-04-2009	27-04-2009
Monto máximo de la línea	UF 6.000.000	UF 4.000.000	UF 5.000.000	UF 5.000.000
Plazo de la línea	10 años	15 años	10	10
Series inscritas y vigentes al amparo	F		G	H
Covenant Financieros	Ebitda sobre gastos financiero $\geq$ 2,5x Endeudamiento financiero neto sobre patrimonio $\leq$ 1,2x Nivel mínimo de patrimonio debe ser MUS\$ 500.000 Endeudamiento financiero sobre Ebitda $\leq$ 4,0x		Ebitda sobre gastos financiero $\geq$ 2,5x Endeudamiento financiero neto sobre patrimonio $\leq$ 1,2x Nivel mínimo de patrimonio debe ser MUS\$ 1.000.000	
Resguardos	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes
Garantías	No contempla	No contempla	No contempla	No contempla

### BONOS VIGENTES

	F	G	H
Al amparo de la línea	434	591	592
Fecha de inscripción	14-05-2008	01-07-2016	01-09-2016
Monto de la emisión	US\$ 171.480.000	UF 3.000.000	UF 3.000.000
Plazo de amortización	10 años	5 años	5 años
Fecha vencimiento	15-05-2018	01-07-2021	01-09-2021
Amortización del capital	Al vencimiento	Al vencimiento	Al vencimiento
Tasa de Interés	Libor 180+2,25%	3,08%	3,08%
Resguardos	Suficientes	Suficientes	Suficientes
Garantías	No contempla	No contempla	No contempla

## Nomenclatura de Clasificación

### Clasificación de Solvencia y Títulos de Deuda 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 muy 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

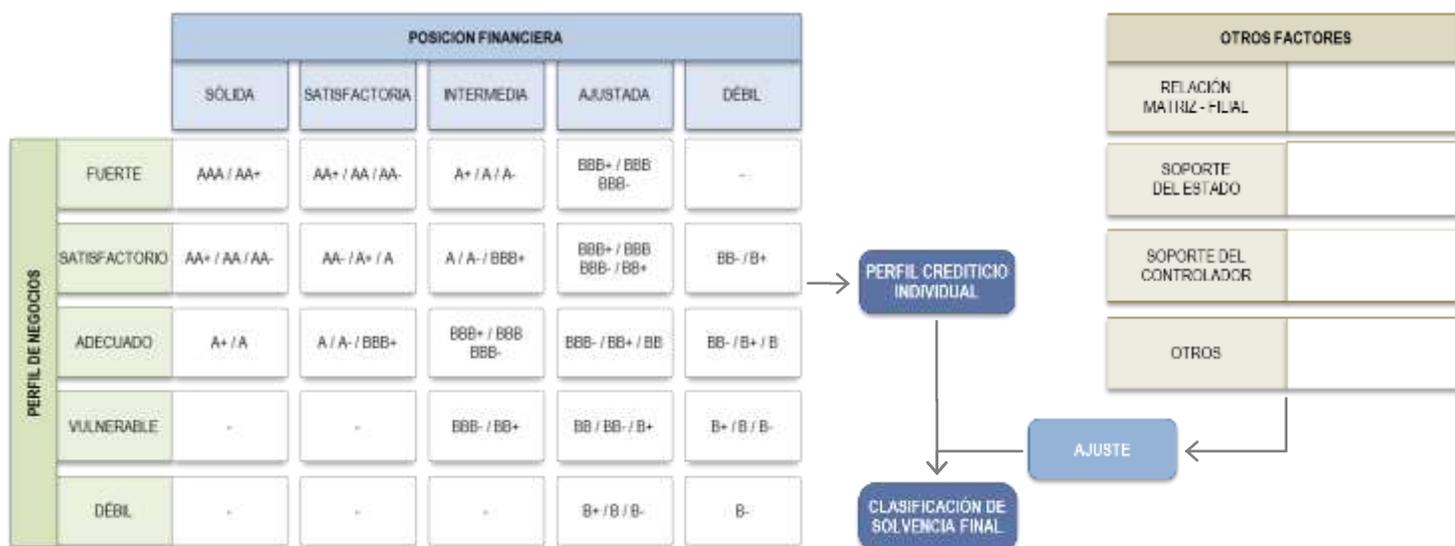
- Primera Clase Nivel 1: Títulos con la mejor combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 2: Títulos con una muy buena combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 3: Títulos 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.

## 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 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.

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.