Informe de Nuevo Instrumento (estados financieros a junio 2018)

Inversiones Eléctricas del Sur S.A.

Makarenna Gálvez
Subgerente Clasificación
mgalvez@icrchile.cl

Fernando Villa
Gerente Corporaciones
fvilla@icrchile.cl

Francisco Loyola
Gerente Clasificación
floyola@icrchile.cl

Ratings

Instrumentos	Rating	Acción de Rating	Tendencia	Acción de Tendencia	Metodología
Línea de bonos a 10 años	AA-	Primera Clasificación (en proceso de inscripción)	Estable	Primera Clasificación (en proceso de inscripción)	Metodología general de clasificación de empresas; Criterio: Clasificación de compañías holdings y sus filiales
Línea de bonos a 30 años	AA-	Primera Clasificación (en proceso de inscripción)	Estable	Primera Clasificación (en proceso de inscripción)	Metodología general de clasificación de empresas; Criterio: Clasificación de compañías holdings y sus filiales

Fundamentos de la clasificación

ICR Clasificadora de Riesgo **clasifica en categoría AA-, con tendencia "estable"**, las nuevas líneas de bonos a 10 y 30 años de Inversiones Eléctricas el Sur S.A. (en adelante el grupo o la compañía), ambas en proceso de inscripción en la Comisión para el Mercado Financiero.

La clasificación de riesgo de la solvencia se sustenta principalmente en el riesgo financiero/de liquidez del holding y en la fortaleza financiera de sus principales filiales. Al respecto:

Riesgo financiero/liquidez del holding: Los principales ingresos que percibe Inversiones Eléctricas del Sur a nivel individual corresponden a los dividendos provenientes de sus filiales. La política de reparto de dividendos de las principales filiales se fija cada año, de manera tal que los flujos que la compañía perciba le permitan cubrir adecuadamente sus obligaciones financieras.

Adicionalmente, según opinión de ICR, la compañía presenta un adecuado nivel de endeudamiento individual durante todos los períodos de medición (medido como total de pasivos individuales sobre patrimonio individual). Por otro lado, los covenants de los bonos, colocados por el holding, se encuentran asociados a la deuda financiera a nivel consolidado, y cuentan con una adecuada holgura respecto del indicador de deuda financiera neta[1] sobre EBITDA[2].

Fortaleza de las principales filiales: La compañía, a través de sus filiales, participa en todas las actividades que comprende la industria energética (generación, transmisión, distribución y comercialización). Geográficamente, está presente en la zona sur del país, en las regiones II, III, VII, VIII, IX, XIV, X, XI, zonas que se han caracterizado por un fuerte desarrollo industrial, especialmente en los sectores forestal y salmonero.

En definitiva, respecto a la fortaleza de sus filiales, primero cabe destacar la estabilidad de los flujos generados por la operación de distribución y transmisión, derivados de las concesiones que mantienen las filiales y el fuerte desarrollo del segmento de transmisión en los últimos años. Asimismo, en opinión de ICR, el holding tiene suficiente acceso a liquidez derivado de: (1) flujos constantes y estables de sus filiales; (2) la industria en la cual está inserto, que corresponde a una industria regulada con oportunidades de crecimiento; (3) acceso a financiamiento en el mercado. Por otra parte, si bien existe baja diversificación – en el sentido que las filiales se concentran sólo en el sector eléctrico –, el grupo participa de todo el ciclo desde producción hasta comercialización de la energía. No obstante, existe subordinación estructural del holding, lo que significa que los acreedores de las filiales poseen prioridad sobre los activos y flujos de éstas, en caso de default.

Por una parte, el rating ponderado asignado por esta clasificadora a sus principales filiales es AA+, mientras que la subordinación estructural y su endeudamiento individual, disminuyen esta clasificación en dos notches, considerando que la compañía se encuentra en una etapa de inversión intensiva, quedando finalmente Inversiones Eléctricas del Sur clasificado en categoría AA-.

Línea de bonos: Inversiones Eléctricas del Sur S.A. se encuentra en proceso de inscripción en la Comisión para el Mercado Financiero de dos líneas de bonos a 10 y 30 años, por un monto de UF 10.000.000 cada una.

Los resguardos financieros estipulan un indicador de Deuda Financiera Neta /EBITDA Ajustado Consolidado máximo de 6,75 veces y EBITDA Ajustado Consolidado /Gastos financieros netos superior a 2,0 veces.

De acuerdo a lo establecido en la escritura de emisión, el uso de fondos considera el refinanciamiento de pasivos y/o financiamiento de inversiones, por lo que ICR estipula que, en caso de realizar la incorporación significativa de deuda adicional, de modo que se deterioren sus indicadores de cobertura y endeudamiento, el rating de la sociedad y de la matriz del holding podrían ser modificados a la baja.

La estructura de los contratos, esto es, declaraciones y garantías, covenants y eventos de default, no estipulan condiciones tales, que impliquen una clasificación de riesgo del instrumento distinta a la solvencia del emisor.

Evaluación del Riesgo Financiero

SITUACIÓN FINANCIERA CONSOLIDADA DE LA COMPAÑÍA

Al cierre de junio 2018, el grupo exhibe ingresos crecientes, registrando una variación del 4,06% respecto a junio 2017, explicados principalmente por el crecimiento de los ingresos percibidos por Saesa a nivel consolidado. Por su parte, en el mismo periodo, el EBITDA[3] del grupo, se vio deteriorado en un 2,45%, impulsado por la caída en el EBITDA de Frontel, debido a mayores costos en materias primas, consumibles, y gastos de administración.

Asimismo, Frontel representaba aproximadamente el 19% del EBITDA consolidado de grupo Saesa a junio 2018 ($46.886 millones). En términos de margen EBITDA[4], el indicador alcanzó un 18,8%, levemente inferior al margen EBITDA mostrado en junio 2017.

Cabe señalar que, en opinión de ICR, la disminución del EBITDA de Frontel sería de carácter transitorio, dado que al modificarse la regulación de los pequeños y medianos generadores y su efecto sobre las pérdidas de energía en la red, el margen de distribución de Frontel no se vería afectado.

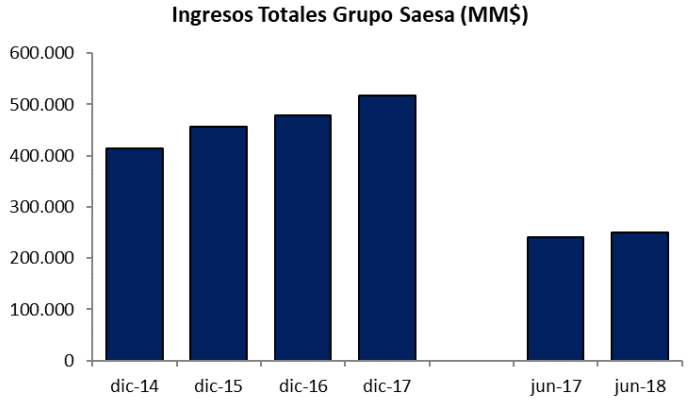

Gráfico 1: Total Ingresos Grupo Saesa.
(Fuente: Elaboración propia con información financiera, CMF)

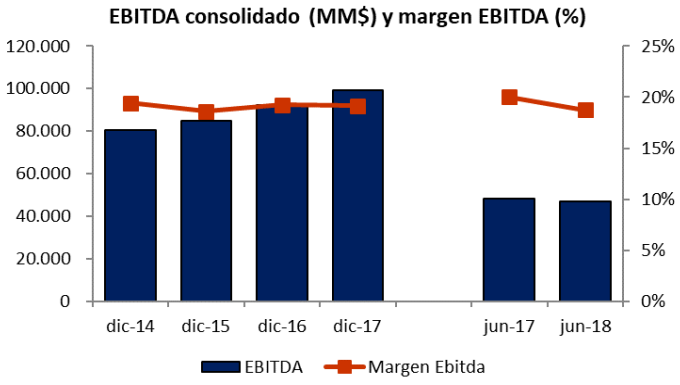

Gráfico 2: Evolución EBITDA Grupo Saesa.
(Fuente: Elaboración propia con información financiera, CMF)

Considerando los ítems mencionados anteriormente, al cierre de junio de 2018, las ganancias después de impuestos del grupo ascendieron a $17.485 millones, mostrando una recuperación de $4.429 millones, respecto a junio 2017. Lo anterior, está explicado principalmente por mayores ingresos por diferencia de cambio ($7.562 millones, respecto a junio 2017).

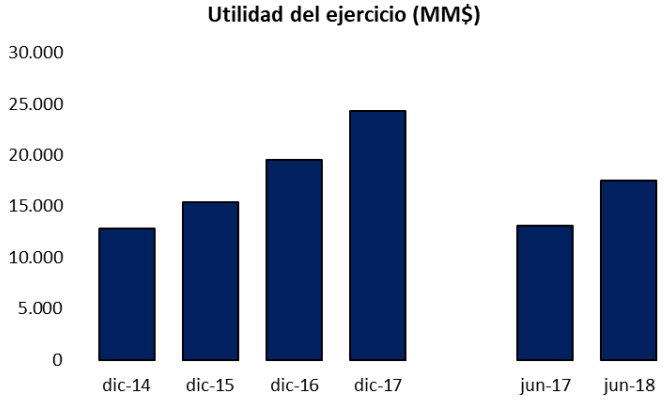

Gráfico 3: Resultado del ejercicio.
(*Fuente: Elaboración propia con información financiera, CMF*)

De acuerdo a información publicada en el estado de flujos de efectivo de la compañía correspondiente a junio 2018, el grupo realizó adquisiciones de propiedades, plantas y/o equipos, totalizando un capex[5] por $58.759 millones, propiciando flujos de EBITDA – CAPEX positivos, con excepción de los periodos 2015, 2016 y 2017, en los que el plan de inversiones en transmisión fue más intensivo.

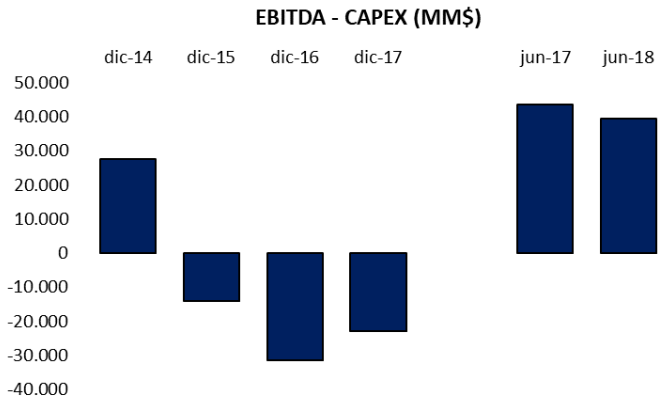

Gráfico 4: EBITDA (12 meses) - CAPEX
(*Fuente: Elaboración propia con información financiera, CMF*)

En vista de las implicancias que la nueva ley de transmisión y las inversiones adicionales, asociadas al cumplimiento de la norma técnica de calidad de servicio para sistemas de distribución, el plan de inversiones

de la compañía podría incrementarse de manera significativa, sin embargo, aún no existe certeza respecto al horizonte temporal destinados a la ejecución de tales inversiones.

Si bien, el plan de inversiones y la cartera de proyectos recientemente adjudicada podría traducirse en requerimientos de financiamiento adicionales para la compañía, ICR destaca que la puesta en marcha de tales proyectos, sería consistente con la aplicación de nuevos decretos tarifarios, los que favorecerían la generación de flujos prospectivos de sus filiales, y, por ende, a nivel consolidado.

Para el análisis de la situación financiera del holding – considerando los instrumentos en proceso de inscripción- ICR estima que, individualmente, el holding no podría colocar deuda adicional, dado que su endeudamiento individual superaría el máximo requerido por esta clasificadora para mantener su rating, de 0,30 veces.

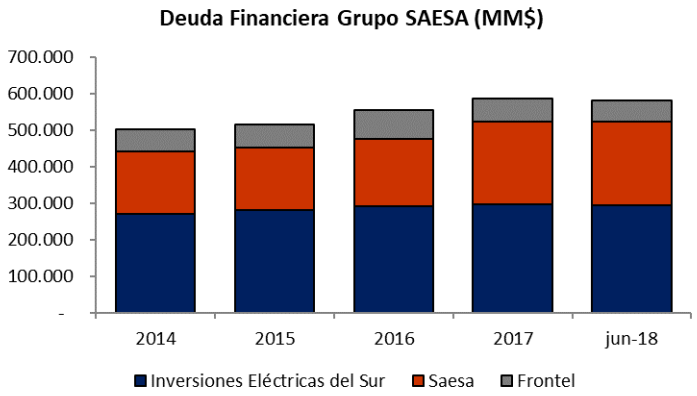

Gráfico 5: Apertura deuda consolidada grupo Saesa.
(*Fuente: Elaboración propia con información financiera, CMF*)

SITUACIÓN FINANCIERA INDIVIDUAL DE LA COMPAÑÍA

Inversiones Eléctricas del Sur percibe flujos a través de los dividendos de sus filiales para financiar principalmente el pago de intereses y amortizaciones de capital, asociados a los bonos del holding y para el reparto hacia sus accionistas, tal que percibió dividendos por un monto cercano a $23.000 millones, provenientes de distribuciones de sus filiales Saesa y Frontel, con cargo a los resultados del ejercicio de 2017. Con fecha 26 de abril de 2018, se aprobó el reparto de dividendos

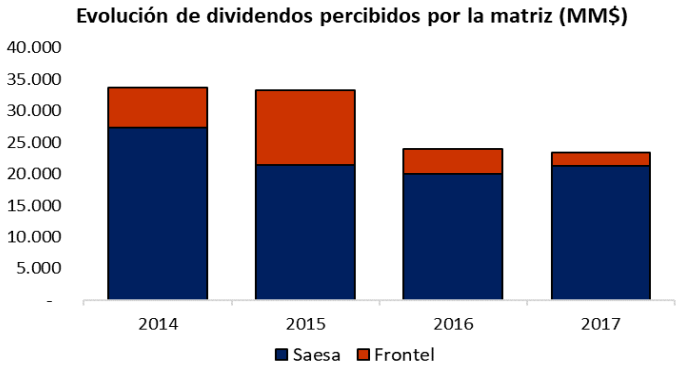

Gráfico 6: Dividendos percibidos por Inversiones Eléctricas de Sur.
(Fuente: EEFF individuales)

Cabe señalar que, Inversiones Eléctricas del Sur, posee una participación mayor al 99% sobre todas sus filiales, permitiéndole tomar el control de las políticas de dividendos.

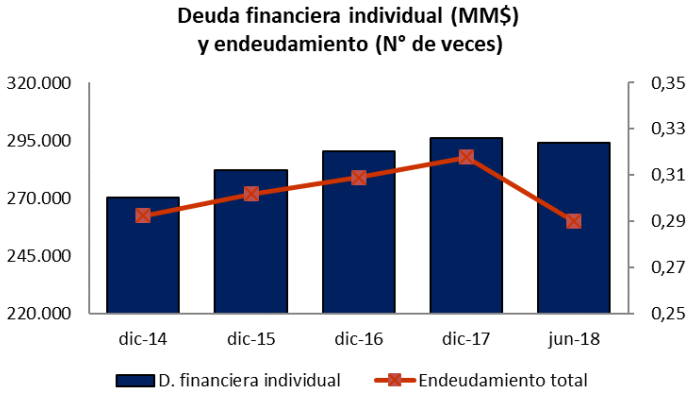

Gráfico 7: Endeudamiento total individual.
(Fuente: Elaboración propia con información de la compañía)

La compañía ha mantenido un indicador de endeudamiento en niveles relativamente estables, por lo que se espera que su endeudamiento individual siga la tendencia de los últimos años. En línea con este último punto, a junio 2018, la matriz mantenía una deuda financiera de $293.885 millones y un endeudamiento individual[6] de 0,29 veces (0,32 veces en diciembre 2017).

Por otra parte, y de acuerdo a la última reseña anual de clasificación del grupo, esta clasificadora estima que de mantener un nivel de dividendos percibidos desde sus filiales, en torno a $22.000 millones, la matriz podría cubrir adecuadamente sus obligaciones, siempre y cuando ésta no contraiga deuda adicional. Respecto a lo anterior, y considerando los instrumentos en proceso de inscripción (UF 20.000.000), ICR estipula que la clasificación de la matriz podría ajustarse a la baja en caso de que ésta realice la colocación significativa de deuda adicional.

Asimismo, la clasificación de Inversiones Eléctricas del Sur podría verse castigado a la baja, en la medida que se deteriore la clasificación de riesgo de alguna de sus filiales. Respecto a lo anterior:

I. **Saesa y Filiales:** Bajo el supuesto de que la compañía no realizaría la incorporación del monto total comprometido en ambas líneas (UF 20 millones), ICR estima que el rating asignado a la solvencia y bonos no sería castigado. Asimismo, toda vez que la colocación de deuda efectuada por Saesa sea inferior a $250.000 millones, la compañía mantendría su rating, debido a que dicho monto le permitiría mantener el indicador de Deuda Financiera Neta /EBITDA inferior a 6,0 veces, en cumplimiento de su restricción financiera de 6,75 veces.

   En caso contrario, si Saesa llegará a realizar la colocación de un monto superior al mencionado, la clasificación asignada a la empresa sería castigada a la baja, dado que el indicador de Deuda Financiera Neta /EBITDA no se cumpliría.

II. **Frontel:** Bajo el supuesto de que la compañía no realizaría la incorporación del monto total comprometido en ambas líneas (UF 20.000.000), ICR estima que el rating asignado a la solvencia y bonos no sería castigado. Por otra parte, ICR destaca que, en caso de que Frontel llegará a realizar la colocación por un monto superior a $80.000 millones, la clasificación de riesgo asignada sería castigada a la baja, dado que no cumpliría con las restricciones financieras de los contratos de emisión asociados a los instrumentos en proceso de inscripción, tal que su indicador de Deuda Financiera Neta /EBITDA alcanzaría niveles superiores a 6,75 veces.

III. **Colocación de deuda por parte de Saesa y de Frontel:** De cumplirse el escenario i y ii, simultáneamente, el rating del holding podría ser castigado a la baja una vez que colocación de deuda de Saesa más la colocación de Frontel, totalicen un monto superior a los $250.000 millones, dado que el indicador de Deuda Financiera Neta /EBITDA del grupo alcanzaría niveles por sobre las 6,75 veces, incumpliendo con los resguardos financieros asociados a los instrumentos en proceso de inscripción. Del mismo modo, en caso de que la deuda bruta del grupo supere los $830.000 millones ($581.192 millones a junio 2018), la compañía incumpliría con sus *covenants.*

Solvencia del Emisor

Generalmente, la clasificación de riesgo de solvencia refleja el riesgo de crédito de una compañía, dada su deuda total, sin tomar en cuenta la prelación de pagos de los distintos instrumentos. Los holdings son un caso especial, ya que, en general, no son compañías operativas. Por lo tanto, el riesgo de crédito se explica directa e indirectamente por diversos factores, incluyendo: (1) el riesgo financiero/de liquidez del holding; (2) la fortaleza financiera de sus principales filiales; (3) cualquier otro factor que pudiese mejorar/disminuir el perfil de riesgo del holding.

Para establecer clasificaciones de riesgo para holdings, ICR generalmente considera lo siguiente:

Primero, se analiza la estructura corporativa, con el fin de determinar si opera como una entidad única (área de tesorería central, con deuda y toma de decisiones centralizada), cuyo caso sería el de INVERSIONES ELÉCTRICAS DEL SUR, o si los miembros del grupo operan de manera independiente, según lo detallado en Grupo II de Criterio: Clasificación de Compañías Holdings y sus filiales (www.icrchile.cl).

Segundo, se evalúa la solvencia de las filiales más relevantes. Hecho esto, se determina una clasificación de riesgo para el grupo de empresas que conforman el conglomerado, el que es ajustado, de ser necesario, y asignado a la compañía matriz del holding. El ajuste en la clasificación puede obedecer a muchos factores, sin embargo, generalmente los factores más relevantes son la subordinación estructural y el endeudamiento individual del holding. Usualmente, esto deriva en que el rating del holding sea ajustado a la baja respecto a sus filiales.

Respecto al riesgo financiero, en opinión de ICR, la compañía presenta, por el momento, un adecuado nivel de endeudamiento individual durante todos los períodos de medición (calculado como el total de pasivos individuales sobre el patrimonio). Adicionalmente, el perfil de vencimientos de la deuda de la matriz contempla un pago de obligaciones durante este año, traducido en una holgada cobertura de servicio de la deuda. Adicionalmente, existen bonos colocados por el holding que mantienen covenants asociados a la deuda financiera del grupo.

Asimismo, en opinión de ICR, el holding tiene acceso a liquidez derivado de: (1) flujos constantes y estables de sus filiales; (2) la industria a la cual pertenece, que corresponde a una industria regulada, con oportunidades de crecimiento; (3) acceso a financiamiento en el mercado, con líneas de capital de trabajo disponibles.

Por otra parte, si bien existe baja diversificación – en el sentido que las filiales se concentran en el sector eléctrico, el grupo participa en todo el ciclo de producción y comercialización de la energía, enfocando sus inversiones en actividades que contribuyan a la estabilidad de sus flujos. No obstante, existe subordinación estructural del holding, en el sentido que la deuda de la matriz se encuentra subordinada al pago de las obligaciones de la filial, tal y como ocurre en gran parte de los holdings, lo que significa que los acreedores de las filiales poseen prioridad sobre los activos y flujos de éstas, en caso de default.

Para Inversiones Eléctricas del Sur, tanto su riesgo financiero a nivel individual, como la fortaleza de sus inversiones, impactan en su clasificación de riesgo actual. Por una parte, el rating ponderado asignado por esta clasificadora a sus principales filiales es AA+ y, por otra parte, la subordinación estructural y de endeudamiento individual, disminuyen esta clasificación en dos notches, considerando que la compañía se encuentra en una etapa de inversión intensiva, quedando finalmente Inversiones Eléctricas del Sur clasificado en categoría AA-. Este rating podría variar al alza conforme se produzcan incrementos relevantes de dividendos desde los aportantes actuales, existan nuevas fuentes de dividendos estables en el tiempo, y el nivel de endeudamiento individual tienda a mejorar. En contraposición, la clasificación podría ajustarse a la baja conforme estos flujos disminuyen, se vuelvan muy volátiles o si la deuda financiera individual aumentara de forma tal, que sus indicadores se deteriorasen respecto a sus niveles actuales de manera significativa y de forma permanente.

Dado su carácter de holding, Inversiones Eléctricas del Sur enfrenta todos los riesgos asociados a sus filiales, los cuales se detallan a continuación.

A pesar que muchos de los riesgos mencionados tienen algunos mitigadores establecidos, estos no cubren necesariamente la totalidad del efecto que pudiera tener en el negocio de la compañía.

Si bien toda la industria se encuentra afecta a estos riesgos, el impacto que ellos podrían tener en una clasificación de riesgo es variable entre empresas del mismo sector, dependiendo tanto de los mitigadores asociados, como del desarrollo de su negocio y de su riesgo financiero.

Riesgo	Mitigador
Dependencia de los dividendos percibidos desde sus filiales	El plan de inversiones del holding en los últimos años está enfocado en el negocio de transmisión en cual otorga un mayor margen de flujos en términos de EBITDA, además de ser el único operador a gran escala entre las regiones donde está presente, con características de monopolio regulado y finalmente percibiendo dividendos estables.
Vaivenes de la economía	La sociedad desarrolla sus actividades principalmente en el sur de Chile, área que ha mostrado una mayor oportunidad de crecimiento debido a la urbanización de áreas rurales, a pesar de la desaceleración económica del último tiempo.
Cambios regulatorios	No existe un mitigador especifico, sin embargo, la compañía dada la escala de sus operaciones y *track record* y desempeño operacional en los últimos años, demuestran que el holding opera relativamente de manera eficiente.

Tabla 1: Principales riesgos
(Fuente: Elaboración propia, Información entregada por la compañía)

Instrumentos Clasificados

1. Bonos

La compañía ha solicitado la inscripción en el Registro de Valores de la Comisión para el Mercado Financiero, de dos líneas de bonos según el siguiente detalle:

Principales características del instrumento		
Instrumento	Línea de bonos.	Línea de bonos.
Monto	UF 10.000.000.	UF 10.000.000.
Plazo	10 años.	30 años.
Rescate anticipado	Se especificará en cada escritura complementaria	
Garantías	No contempla.	No contempla.
Uso de los fondos	(i) Pago y/o prepago de pasivos de corto o largo plazo. (ii)Financiamiento de inversiones.	
Covenants	(i)Relación entre Deuda Financiera Neta / EBITDA Ajustado consolidado ajustado[7] <= 6,75 veces. (ii)Relación entre EBITDA Ajustado Consolidado / Gastos Financieros Netos[8] >= 2,0 veces.	

Tabla 2: Principales características de los instrumentos.
(Fuente: Elaboración propia con información de escritura de emisión)

Respecto a los *covenants*, a modo de referencia se muestran los niveles históricos obtenidos por Inversiones Eléctricas del Sur:

Indicador (N° de veces)	Restricción jun-2018	Obtenido jun-17	Obtenido jun-18
Deuda financiera neta / EBITDA	<=6,75 veces	5,68	5,59
EBITDA / Gastos financieros netos	>=2,0	4,77	5,04

Tabla 4: Covenants asociados a los bonos corporativos.
(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

El análisis realizado por ICR para la clasificación a la nueva línea de bonos considera el uso de fondos tanto para refinanciamiento de pasivos como para el financiamiento de inversiones. Sin embargo, la evaluación del riesgo financiero de la compañía - contemplando ambos instrumentos en proceso de inscripción - considera como escenario base, que Inversiones Eléctricas del Sur no realizaría la incorporación del monto total comprometido en ambas líneas (UF 20.000.000), por lo que el rating asignado a la solvencia y bonos no sería castigado, toda vez el endeudamiento financiero individual del holding no supere las 0,3 veces, y mientras la clasificación de riesgo asignada a sus filiales se mantenga.

Para efectos de la evaluación de grupo Saesa, y considerando un escenario en el que tanto Saesa (y filiales) y Frontel, realicen la colocación de deuda de manera paralela, este monto (colocación deuda Saesa + colocación deuda Frontel) no podría superar los $250.000 millones, dado que el rating asignado al holding del grupo se debilitaría de manera relevante, tal que el indicador de Deuda Financiera Neta /EBITDA del grupo alcanzaría niveles superiores a las 6,75 veces (*covenant*), por lo que la deuda financiera bruta del grupo se mantendría inferior a $830.000 millones ($581.192 millones a junio 2018).

La estructura de los contratos de emisión de bonos, esto es, declaraciones y garantías, *covenants* y eventos de default, no estipulan condiciones tales, que ameriten una clasificación de riesgo del instrumento distinta a la solvencia del emisor o las líneas anteriormente inscritas.

Definición de Categorías

SOLVENCIA/BONOS

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.

La subcategoría "-" denota una menor protección dentro de la categoría AA.

HISTORIAL DE CLASIFICACIÓN SOLVENCIA/BONOS			
Fecha	Clasificación	Tendencia	Motivo
abr-13	A+	Estable	Primera Clasificación
abr-14	A+	Estable	Reseña anual
abr-15	AA-	Estable	Cambio de Clasificación
abr-16	AA-	Estable	Reseña Anual
abr-17	AA-	Estable	Reseña anual
abr-18	AA-	Estable	Reseña anual
sep-18	AA-	Estable	Nuevo instrumento (en proceso de inscripción)

Anexo

SITUACIÓN FINANCIERA INVERSIONES ELÉCTRICAS DEL SUR CONSOLIDADA (MM$)					
Indicador	dic-15	dic-16	dic-17	jun-17	jun-18
Activos corrientes	189.442	175.167	200.156	165.557	197.194
Activos no corrientes	920.745	983.881	1.061.293	1.033.781	1.109.188
Activos totales	1.110.187	1.159.049	1.261.449	1.199.338	1.306.382
Efectivo y equivalentes	34.219	19.634	20.545	14.903	30.332
Inventarios	18.034	17.407	18.027	17.935	20.190
Pasivos corrientes	151.420	180.320	277.531	216.405	269.365
Pasivos no corrientes	555.777	561.692	562.529	564.112	560.538
Pasivos totales	707.197	742.012	840.061	780.517	829.904
Deuda financiera corriente	17.563	53.963	94.362	73.643	100.712
Deuda financiera no corriente	498.021	499.595	490.682	498.701	480.480
Deuda financiera total	515.584	553.558	585.044	572.344	581.192
Deuda financiera neta	481.365	533.835	563.795	557.027	548.565
Patrimonio	402.990	417.037	421.388	418.821	476.478
Ingresos de explotación	456.671	478.596	518.007	240.237	249.992
Resultado operacional	59.695	63.785	70.677	33.894	32.434
Margen operacional (%)	13,07%	13,33%	13,64%	14,11%	12,97%
Ingresos financieros	3.623	1.601	658	401	1.004
Gastos financieros	20.550	20.264	20.710	10.429	10.452
Gastos financieros netos	16.928	18.662	20.052	20.549	19.471
Utilidad del ejercicio	15.424	19.483	24.312	13.056	17.485
Razón circulante (n° de veces)	1,25	0,97	0,72	0,77	0,73
Razón ácida (n° de veces)	1,13	0,88	0,66	0,68	0,66
Capital de trabajo	38.022	-5.153	-77.375	-50.848	-72.172
Endeudamiento corto plazo (n° de veces)	0,38	0,43	0,66	0,52	0,57
Endeudamiento largo plazo (n° de veces)	0,79	0,76	0,67	0,72	0,68
Endeudamiento total (n° de veces)	1,75	1,78	1,99	1,86	1,74
Endeudamiento financiero (n° de veces)	1,28	1,33	1,39	1,37	1,22
Endeudamiento financiero neto (n° de veces)	1,19	1,28	1,34	1,33	1,15
Deuda corto plazo / Deuda total (n° de veces)	3,4%	9,7%	16,1%	12,9%	17,3%
Deuda largo plazo / Deuda total (n° de veces)	96,6%	90,3%	83,9%	87,1%	82,7%
EBITDA	85.060	92.098	99.229	48.063	46.886
EBITDA 12 meses	85.060	92.098	99.229	98.077	98.051
Margen EBITDA	18,6%	19,2%	19,2%	20,0%	18,8%
EBITDA / Gastos financieros netos (n° de veces)	5,02	4,94	4,95	4,89	5,04
Deuda financiera CP / EBITDA (n° de veces)	0,21	0,59	0,95	0,75	1,03
Deuda financiera LP / EBITDA (n° de veces)	5,85	5,42	4,94	5,08	4,90
Deuda financiera Total / EBITDA (n° de veces)	6,06	6,01	5,90	5,84	5,93
Deuda financiera Neta / EBITDA (n° de veces)	5,66	5,80	5,68	5,68	5,59
Capex	99.238	123.601	122.145	61.788	58.759
Capex / Ingresos	21,7%	25,8%	23,6%	25,7%	23,5%
EBITDA-Capex	-14.178	-31.502	-22.916	36.288	39.292
Préstamos a relacionadas	20.915	7.441	28.049	15.974	18.282
Deuda financiera individual	281.914	290.408	295.973	287.927	293.885
Pasivos individuales	301.243	312.085	324.779	304.660	312.872

Patrimonio individual	998.206	1.009.991	1.021.901	1.014.155	1.088.371
Endeudamiento financiero individual	0,28	0,29	0,29	0,28	0,27
Endeudamiento total individual	0,30	0,31	0,32	0,30	0,29

[1] Deuda financiera neta = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes) – efectivo y equivalentes.

[2] EBITDA = Ingresos de actividades ordinarias + otros ingresos – materias primas y consumibles utilizados – gastos por beneficios a los empleados – otros gastos, por naturaleza + depreciación y amortización.

[3] EBITDA = Ingresos de actividades ordinarias – costo de ventas + otros ingresos – costos de distribución – gastos de administración – otros gastos, por función + depreciación y amortización.

[4] Margen EBITDA = EBITDA / Ingresos totales.

[5] CAPEX = Compras de propiedades, plantas y equipos + Compras de intangibles, ambas partidas del estado de flujos de efectivo.

[6] Endeudamiento total = (Pasivos corrientes + pasivos no corrientes) / Patrimonio individual

Según la definición de las escrituras de bonos:

[7] Deuda Financiera Neta /EBITDA Ajustado Consolidado = (Otros Pasivos Financieros Corrientes + Otros Pasivos Financieros no Corrientes - Efectivo y Equivalentes) / ((Suma de los últimos doce meses de las partidas Ingresos de Actividades Ordinarias + Otros Ingresos - Materias Primas y Consumibles Utilizados - Gastos por Beneficios a los Empleados- Otros Gastos por Naturaleza) * (1,05*Inflación Acumulada)).

[8] EBITDA Ajustado Consolidado/Gastos Financieros Netos = ((Suma de los últimos doce meses de las partidas Ingresos de Actividades Ordinarias + Otros Ingresos - Materias Primas y Consumibles Utilizados - Gastos por Beneficios a los Empleados- Otros Gastos por Naturaleza) * (1,05*Inflación Acumulada)) / (Suma de los últimos doce meses del valor absoluto de la partida Costos Financieros más Activación Gastos Financieros de Costos Financieros menos la suma de los últimos doce meses de la partida Ingresos Financieros).

La opinión de ICR Chile Clasificadora de Riesgo, 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.