

# Almendral S.A.

## Ratings

Gastón Gajardo  
Analista  
[ggajardo@icrchile.cl](mailto:ggajardo@icrchile.cl)

Maricela Plaza  
Subgerente Corporaciones  
[mplaza@icrchile.cl](mailto:mplaza@icrchile.cl)

Fernando Villa  
Gerente Corporaciones  
[fvilla@icrchile.cl](mailto:fvilla@icrchile.cl)

Francisco Loyola  
Gerente Clasificación  
[floyola@icrchile.cl](mailto:floyola@icrchile.cl)

Instrumentos	Rating	Acción de Rating	Tendencia	Acción de Tendencia	Metodología
Solvencia	A	Confirmación	Estable	Confirmación	Clasificación de compañías holdings y sus filiales ; Metodología general de empresas
Títulos accionarios nemo-técnico ALMENDRAL	Primera Clase Nivel 2	Confirmación	-	-	Títulos accionarios de sociedades anónimas

## Fundamentos de Clasificación

ICR Clasificadora de Riesgo **ratifica en categoría A** con tendencia Estable, la solvencia de ALMENDRAL S.A. (en adelante Almendral, la compañía o la matriz). Asimismo, ratifica en Primera Clase Nivel 2 la clasificación de los títulos accionarios nemotécnico ALMENDRAL.

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

- **Riesgo financiero/liquidez del holding:** En opinión de esta clasificadora la compañía presenta buenos niveles de liquidez y un muy bajo endeudamiento individual de 0,09 veces a diciembre de 2017 (medido como el total de pasivos individuales sobre el patrimonio total individual). Adicionalmente, con la caja que mantiene el holding y dado el perfil de amortización, cubriría adecuadamente los vencimientos de deuda de los próximos dos años.
- **Fortaleza financiera de sus principales filiales y otros factores:** Se destaca que, de acuerdo a información entregada por Entel, la operación peruana debería alcanzar un EBITDA positivo para fines de 2018, lo que permitiría mejorar los flujos de caja a nivel consolidado (aunque inicialmente, muy poco significativos). Sin embargo, la operación en Chile se ha deteriorado producto del mayor grado de competencia. Esto implica que la mayor base de clientes en Perú podría ser un mitigador muy importante para Entel en los próximos años.

En efecto, la mayor base de clientes en Perú permitió contrarrestar el efecto de la caída de clientes en Chile, cerrando el año con un indicador de deuda financiera neta sobre EBITDA (consolidado) en línea con los niveles presentados el año anterior (3,3 veces a diciembre de 2017 y 3,2 a diciembre de 2016).

Es importante mencionar que, a partir del 1 de enero de 2018, entró en vigencia la aplicación de IFRS 15 (reconocimientos de ingresos) que impacta en los ingresos originados en el segmento telefonía móvil y que inicialmente tendrá un impacto en patrimonio por ventas realizadas entre junio de 2016 y diciembre de 2017. El efecto patrimonial inicial sería un aumento de

ganancias acumuladas por \$100.780 millones en el balance de Entel, lo que, además, retrasaría el *break even* en Perú en aproximadamente un semestre, debido a la importante captación de clientes durante los últimos 18 meses en dicho país.

En resumen y en opinión de ICR, el holding tiene suficiente acceso a liquidez derivado de: (1) el flujo que su principal filial le entregaría, una vez que la operación en Perú alcance el *break even*; (2) aumentos de capital por parte de controladores, de ser necesario y/o; (3) acceso a financiamiento en el mercado.

Por otra parte, si bien existe una baja diversificación, derivado de la existencia de una única filial operativa principal, ésta posee: (1) una operación relevante en Chile, aunque presionada por un mayor grado de competencia en la industria de telefonía móvil; (2) liderazgo en redes; (3) concentración de clientes de post pago; (4) alta participación de mercado y; (5) oportunidades de crecimiento en el mercado de Perú.

Para Almendral, 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 filiales (Entel S.A.) es categoría AA- y, por otra, la subordinación estructural y la dependencia exclusiva de sólo una fuente de dividendos, disminuye esta clasificación en dos *notches*, quedando Almendral clasificado en categoría A.

Este rating podría variar al alza conforme: (i) se produzcan incrementos relevantes de dividendos desde el aportante actual, encontrándose ligado al mejor desempeño de Entel Perú; (ii) existan nuevas fuentes de dividendos estables en el tiempo o; (iii) se produzca un incremento en la clasificación asignada a sus filiales. 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 deterioraran respecto a sus niveles actuales.

## Definición de Categorías

### SOLVENCIA

#### 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 esta es susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

### TÍTULOS ACCIONARIOS

#### PRIMERA CLASE NIVEL 2

Títulos accionarios con una muy buena combinación de solvencia y estabilidad de la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

HISTORIAL DE CLASIFICACIÓN SOLVENCIA			
Fecha	Clasificación	Tendencia	Motivo
31-mar-13	AA-	Estable	Reseña anual
31-mar-14	AA-	Negativa	Reseña anual con cambio de tendencia
04-nov-14	A+	Negativa	Cambio de clasificación
31-mar-15	A+	Negativa	Reseña anual
29-feb-16	A	Negativa	Cambio de clasificación
31-mar-16	A	En Observación	Reseña anual con cambio de tendencia
29-sep-16	A	Estable	Cambio de tendencia
31-mar-17	A	Estable	Reseña anual
29-mar-18	A	Estable	Reseña anual

HISTORIAL DE CLASIFICACIÓN TÍTULOS ACCIONARIOS				
Fecha	Clasificación	Motivo	Tendencia	
31-mar-13	1 Clase Nivel 2	Reseña anual	Estable	
31-mar-14	1 Clase Nivel 2	Reseña anual	Estable	
31-mar-15	1 Clase Nivel 2	Reseña anual	Estable	
31-mar-16	1 Clase Nivel 2	Reseña anual	Estable	
31-mar-17	1 Clase Nivel 2	Reseña anual	No aplica	
29-mar-18	1 Clase Nivel 2	Reseña Anual	No aplica	

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 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