



## ACCIÓN DE RATING

10 de diciembre, 2025

### Nuevo instrumento

### RATINGS

#### Cía. Agropecuaria Copeval S.A.

Solvencia	BBB-
Bonos	BBB-
Efectos de comercio	N3/BBB-
Tendencia	Negativa
Estados financieros	3Q-2025

Para mayor información, ir a sección  
[Evolución de ratings](#)

### METODOLOGÍAS

#### Metodología general de clasificación de empresas

#### Criterio: Relación entre clasificaciones de riesgo de corto y largo plazo

### CONTACTOS

Francisco Loyola +56 2 2896 8200  
 Gerente de Clasificación  
[floyola@icrchile.cl](mailto:floyola@icrchile.cl)

Maricela Plaza +56 2 2896 8200  
 Directora Senior Corporaciones  
[mplaza@icrchile.cl](mailto:mplaza@icrchile.cl)

## COMPAÑÍA AGROPECUARIA COPEVAL S.A.

### Informe de nuevo instrumento

**ICR clasifica en categoría BBB-/Negativa la nueva línea de bonos de Compañía Agropecuaria Copeval**, sustentado en que las características estipuladas en el contrato de emisión no incluyen condiciones tales que ameriten una clasificación de riesgo para el instrumento distinta a la asignada a la solvencia del emisor, esto es, categoría BBB-/Negativa.

La nueva línea de bonos contempla un monto máximo de UF 600.000 con un uso de fondos destinado en su totalidad a pago de pasivos, un plazo de 10 años, hipoteca de primer grado sobre ocho propiedades (sucursales y plantas), prenda warrant sobre activos warrants, y restricciones financieras que incluyen límites al nivel de endeudamiento total, endeudamiento financiero neto y patrimonio mínimo.

Hemos evaluado la nueva línea de bonos en base al uso de fondos contemplado en la escritura de emisión, con lo cual concluimos que no habría impacto en los indicadores de solvencia de Copeval. Asimismo, tampoco contemplamos que las emisiones impliquen una modificación de nuestra opinión respecto a la evaluación de los factores cualitativos asociados al negocio de la compañía, por lo que esperamos que la colocación al amparo de esta línea más bien beneficie la liquidez del emisor, teniendo en cuenta los vencimientos calendarizados al corto plazo.

Respecto a las garantías que contempla el instrumento, consideramos que los resguardos adicionales que otorga a los futuros tenedores de bonos no es lo suficientemente robusta para ameritar una clasificación superior respecto a la solvencia del emisor. En este sentido, si bien al momento de la colocación el bono estaría cubierto en una relación cercana a dos veces el monto de capital, se debe tener en consideración que la hipoteca sobre activos se extinguiría antes de la amortización del bono. Además, la mayor parte de las propiedades corresponden a activos de la operación por lo que no representan propiedades de fácil liquidación sin afectar el giro del negocio. Respecto a la prenda warrant, tampoco consideramos que en un escenario de incumplimiento llegue a cubrir necesariamente el monto de la obligación dado que, por la naturaleza específica del inventario (fertilizantes, fitosanitarios, productos de riego, ferretería, maquinaria, repuestos y/o equipamiento, semillas, granos del negocio de agroindustria), el acreedor debería quedar en una posición desventajosa de enajenación respecto a la capacidad que tiene Copeval en su calidad de distribuidor de mayor escala en Chile.

Respecto a la tendencia Negativa asignada a la solvencia y bonos, con la colocación de este bono se reducen las probabilidades de baja de clasificación, por lo que sería esperable que Copeval acceda a una estabilización de su rating al corto plazo, toda vez que su generación operacional permita sostener estructuralmente sus ratios crediticios en los rangos establecidos para una clasificación de BBB-.

## Instrumentos clasificados

### Bonos corporativos

La empresa está en proceso de inscripción de una nueva línea de bonos, cuyas características se detallan a continuación:

#### Principales características del instrumento

Instrumentos	1 línea de bonos.
Monto	UF 600.000.
Plazo	10 años.
Uso de los fondos	Refinanciamiento de pasivos de corto y largo plazo del emisor o filiales.
Rescate anticipado	Sí contempla.
Convertibilidad en acciones	No contempla.
Sí contempla, según el siguiente detalle:	
Garantías	<ol style="list-style-type: none"> <li><b>Hipoteca de primer grado:</b> Despues de tres y cuatro años, el emisor podrá solicitar alzamiento de dichas prendas.</li> <li><b>Prenda Warrant sobre activos Warrants:</b> por un monto mínimo de UF 500.000 cuya valorización es al costo promedio ponderado de compra.</li> </ol>
Covenants	<ol style="list-style-type: none"> <li>(i) Endeudamiento total <math>\leq</math> 6,20 veces*</li> <li>(ii) Endeudamiento financiero neto <math>\leq</math> 4,11 veces*</li> <li>(iii) Patrimonio mínimo <math>\geq</math> UF 1.000.000*</li> <li>(iv) Cobertura de garantía Warrant <math>\geq</math> UF 500.000**</li> </ol>
Otras consideraciones	<ol style="list-style-type: none"> <li>Restricción de pago de dividendos, de préstamos relacionados y disminuciones de capital si existiera incumplimiento equivalente a UF 30.000, no subsanado.</li> <li>Participación accionaria: A lo menos el 51% de las acciones del emisor deben mantenerse en la nómina de los accionistas inscritos al 31 de diciembre de 2024.</li> <li>Participación de Gonzalo Martino con al menos el 11% de las acciones.</li> <li>Se definió que se mantenga sobre el activo esencial a lo menos el 50% de la propiedad de las filiales relevantes.</li> </ol>
Filiales relevantes	<ol style="list-style-type: none"> <li>Copeval Servicios.</li> <li>Copeval Agroindustria.</li> <li>Cualquier otra filial que represente al menos el 10% del activo total consolidado.</li> </ol>

Fuente: Contrato de emisión. \*Mediciones trimestrales. \*\* Período de cura en caso de incumplimiento: 8 días corridos. En caso contrario, se cita a Junta de Tenedores de Bonos (JTB).

En paralelo, Copeval está inscribiendo —al amparo de esta línea— la serie de bonos F, por UF 600.000 con vencimiento al 2030, con amortizaciones a partir del tercer año de colocación y cuyo uso de fondos estipula que, en su totalidad, los recursos serán destinados a refinanciamiento de pasivos del emisor y/o de sus filiales.

Dado lo anterior, la eventual colocación de bonos no tendría impacto en los indicadores de solvencia, pero sí reduciría la presión de liquidez del emisor, la que hasta junio 2025 siguió una tendencia negativa dado que parte de los altos vencimientos estructurados fueron cubiertos mediante el giro de obligaciones de corto plazo. Si bien esto se diluyó parcialmente con el curse del Patrimonio Separado con el IFC —cuyos fondos ingresaron a la compañía en julio de este año— y con otros financiamientos girados en los últimos meses, no logró subsanar del todo la presión por la búsqueda de financiamientos de

#### DETALLE GARANTÍAS LÍNEA DE BONOS

##### Listado de inmuebles hipotecables:

- 1) Sucursal de Copiapó (a ser liberada el cuarto año de colocación).
- 2) Sucursal de Coquimbo (a ser liberada el cuarto año de colocación).
- 3) Casa matriz de San Fernando (a ser liberada el cuarto año de colocación).
- 4) Sucursal de Curicó (a ser liberada el cuarto año de colocación).
- 5) Sucursal Victoria-Traiguén (a ser liberada el cuarto año de colocación).
- 6) Sucursal Los Lagos (a ser liberada el cuarto año de colocación).
- 7) Planta de San Javier (a ser liberada el tercer año de colocación).
- 8) Planta Lautaro (a ser liberada el tercer año de colocación).

##### Productos objeto de la prenda warrant:

- 1) Fertilizantes
- 2) Productos fitosanitarios
- 3) Productos de riego
- 4) Ferretería
- 5) Maquinaria
- 6) Repuestos y/o equipamiento
- 7) Semillas
- 8) Granos del negocio de Agroindustria

En el contrato de emisión quedó estipulado que el **Almacenista** será la sociedad Trans Warrants y que, ante futuras prendas sobre Warrant en otras obligaciones, el Almacenista deberá ser el mismo que para la obligación de bonos.

Lo anterior significa que **entre Copeval y Trans Warrants existe un contrato de almacenaje** y que para formalizar el proceso existen vales de prenda emitidos por el Almacenista en favor de los tenedores de bonos.

Los **vales de prenda** serán libremente transferibles por endoso y los activos amparados por cada vale de prenda deberán mantenerse depositados en un Almacén General de Depósitos.

Fuente: Escrituras de emisión.

mayor *duration* para aliviar las exigencias anuales de caja, por lo que este nuevo bono viene a complementar la estrategia financiera de 2025 para afrontar los vencimientos del próximo año con una mejor estructura de balance.

Respecto a la estructura de los contratos de emisión de bonos, esto es, declaraciones y garantías, *covenants* y eventos de *default*, si bien estipula garantías en favor de los futuros acreedores, consideramos que no ameritan una clasificación de riesgo del instrumento diferente a la asignada a la solvencia del emisor (BBB-/Negativa), dado que:

- Existe una alta dependencia operativa de Copeval a las garantías entregadas en favor de los futuros acreedores, lo que significa que un eventual debilitamiento del emisor podría igualmente afectar la calidad de las prendas en cuestión, donde no es tan claro que ante un evento de ejecución, los acreedores tengan la misma fortaleza de venta del inventario, respecto a la que tiene Copeval.
- Los activos libres de gravámenes de Copeval se reducirían con esta estructura de bonos garantizada, por lo que si bien mejora la liquidez en esta etapa de requerimientos de caja, deja menos espacio futuro para prender activos.
- Los inmuebles hipotecables, además de ser activos en su mayoría utilizados en la operación, no necesariamente son de rápida enajenación ni garantizarían la obligación durante toda la etapa del contrato, dada la posibilidad de alzamiento al año tres y cuatro desde la colocación, justo cuando el instrumento se encuentre en sus etapas iniciales de amortización.

En consecuencia, si bien el bono se estructuró para que cubriera aproximadamente en dos veces el monto de la emisión, nuestras estimaciones contemplan que la cobertura real se ubicaría en un nivel inferior a 1,0 vez, por lo que no se gatillan las condiciones necesarias para darle una mayor calificación de riesgo a este instrumento respecto a la solvencia del emisor. Nuestras estimaciones consideran: (1) que se alzan las garantías en los años permitidos según contrato de emisión y que; (2) ante un evento de incumplimiento, el inventario se liquida a lo menos al costo de adquisición.

### **Evaluación de solvencia: Categoría BBB-, sostenida de un *riesgo del negocio* clasificado en A-, y de una *fortaleza financiera* categorizada en “Débil”**

#### **La nueva línea de bonos no modifica la *clasificación asignada al riesgo del negocio* de Copeval (categoría A-)**

Dado que en la escritura de emisión está contemplado que los fondos de eventuales colocaciones con cargo a la nueva línea de bonos se destinarán al refinamiento de pasivos, no identificamos cambios en la evaluación del riesgo del negocio de la compañía como consecuencia del levantamiento de recursos al amparo de estos instrumentos.

En este sentido, como mencionamos en nuestra última reseña anual de clasificación ([octubre 2025](#)), el rating asignado a su negocio considera, entre otros aspectos, su alta participación de mercado, relación contractual con sus proveedores, economías de escala, bajas rentabilidades y amplia diversificación en términos geográficos, por clientes, productos y por rubro agrícola, por lo que no consideramos que el nuevo instrumento pueda tener alguna implicancia al respecto, por lo que calificamos como neutral el impacto de la nueva línea de bonos en la clasificación de *riesgo del negocio* de Copeval, igualando su rating al del resto de sus instrumentos de deuda pública (colocados e inscritos).

### **METODOLOGÍA DE CLASIFICACIÓN**

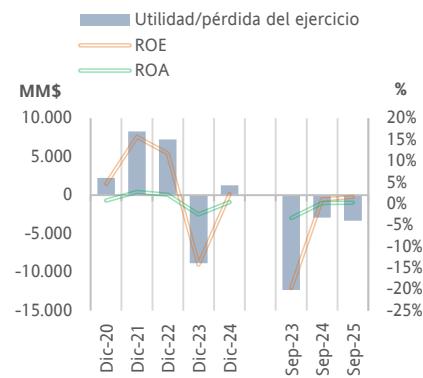
La clasificación de riesgo de un instrumento comprenderá tres etapas: (1) la clasificación de riesgo de la industria (CRI); (2) la clasificación de riesgo del emisor y; (3) la clasificación de riesgo del instrumento, que combina los aspectos evaluados en las dos primeras etapas con el análisis de las características específicas de la emisión.

El análisis de una industria permite conocer los principales factores que impactan en su riesgo. Una vez conocidos estos factores, se genera una matriz de clasificación, que permite encasillar a la empresa en un determinado nivel de riesgo. La evaluación de los distintos factores permitirá asignar la clasificación de riesgo del negocio, es decir, la clasificación de riesgo de la compañía dentro de su industria, sin considerar el riesgo financiero, donde el rango de escalas dependerá del riesgo relativo de cada industria.

La clasificación de riesgo de una empresa (solvencia) corresponde a la evaluación por parte de ICR del riesgo de crédito al cual ésta se ve expuesta. Se compone como una función de: (1) el rating del negocio de la compañía, determinado por la evaluación de los factores primarios y (en caso de ser relevante) secundarios, establecidos en la matriz y en la metodología; y (2) la evaluación del riesgo financiero, determinado al analizar los indicadores financieros primarios y (en caso de ser relevante) adicionales. Los dos componentes, del negocio y financiero, son combinados para determinar la solvencia del emisor. En la mayoría de los casos, el riesgo del negocio tendrá mayor ponderación que el riesgo financiero en la determinación de la clasificación de solvencia, salvo en aquellos casos en la cual la liquidez se encuentre muy ajustada.

Una vez determinada la solvencia, ésta es utilizada como base para determinar la clasificación de riesgo de un instrumento específico. En aquellos casos en los cuales el instrumento tenga resguardos adicionales para los Tenedores, su clasificación de riesgo podría ser superior al de su solvencia.

Mejora operacional no alcanzó a compensar el alto gasto financiero, derivando en que el resultado del ejercicio siguiera negativo  
Evolución de resultado del ejercicio (MM\$) y rentabilidades (%) de Copeval



Fuente: Elab. propia en base a EEFF

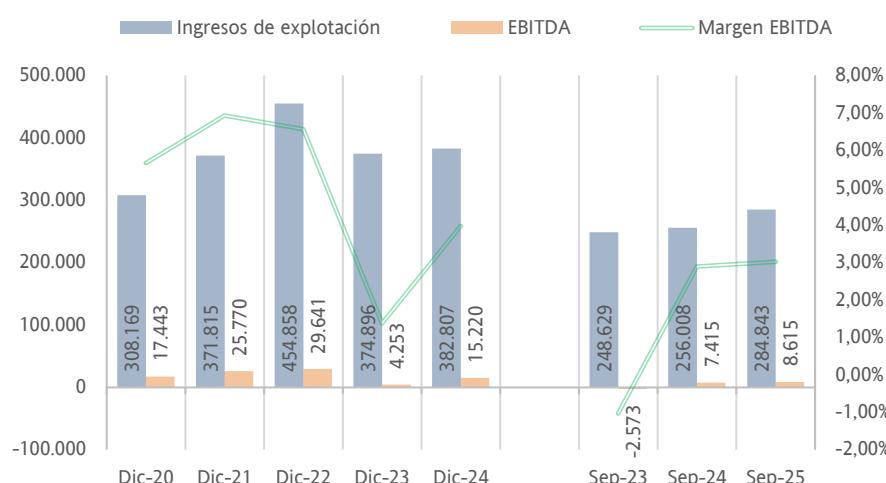
### Fortaleza financiera: Financiamiento emitido con cargo a la nueva línea de bonos no modificaría la trayectoria de los indicadores crediticios de Copeval

A septiembre 2025 Copeval cerró nuevamente con una pérdida del ejercicio, esta vez, de \$3.323 millones, lo que si bien se incrementó 13,4% respecto a la del mismo período del año anterior, su generación de EBITDA<sup>1</sup> creció a doble dígito, muy influido por mayores ventas de fitosanitarios, fertilizantes, semillas y riego, con lo cual el ingreso de actividades ordinarias aumentó 11,1%.

Es relevante de señalar que este crecimiento de EBITDA se produjo incluso bajo el escenario de aumento de gastos de administración y ventas (+4,8%) asociado en parte a su proyecto de Transformación que no alcanzó a ser compensado por el ahorro en gastos de personal. Otro aspecto que se debe tener en cuenta es que, dada la marcada estacionalidad de esta industria y que hasta la fecha no se perciben disruptiones materiales en el sector agrícola, es altamente probable que la tendencia operativa que ha tenido esta compañía en los primeros tres trimestres del año sea representativa del performance del año completo.

**Aun cuando el buen nivel de ventas tuvo un impacto muy significativo en la generación de EBITDA de Copeval, márgenes continúan reducidos**

Evolución ingresos consolidados (MM\$), EBITDA (MM\$) y margen EBITDA (%)



Fuente: Estados financieros y Análisis Razonado

Pese a la mejora operativa del emisor, se debe tener en consideración que su alta carga financiera sigue generando una presión relevante de caja dado que gran parte de la generación de EBITDA termina destinándose a cubrir intereses, por lo que tenía especial importancia la búsqueda de nuevas alternativas de financiamiento para alargar el duration de la deuda mientras se profundiza la mejora operacional, sobre todo porque durante el último tiempo se han estado gestionando los niveles de liquidez necesarios para cubrir vencimientos vía utilización de herramientas financieras de corto plazo, vale decir, capital de trabajo mediante pasivos financieros y proveedores.

En efecto, los principales movimientos de caja de esta compañía dan cuenta que, a septiembre de 2025, el flujo operacional cayó significativamente pese a la mejora en generación de EBITDA y a la positiva campaña de recaudación, explicado por el relevante desembolso que se destinó a cubrir proveedores girados en trimestres anteriores.

Opinamos que aun cuando la estructura del bono en proceso de inscripción reduce la flexibilidad financiera de largo plazo de la compañía, diluye el riesgo de refinanciamiento con el que inició el ejercicio 2025, por lo que esperamos que la colocación del

Control de inventario como foco de gestión y niveles de venta en los 9M-25, generaron una menor permanencia de inventario

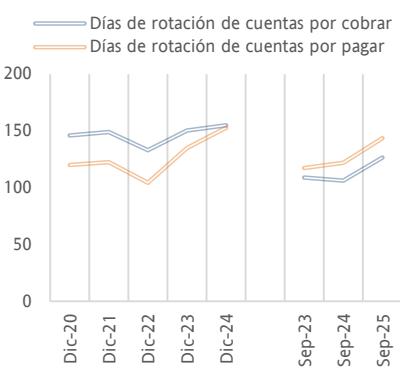
Evolución stock de inventario (MM\$) y permanencia de inventario (Nº de días)



Fuente: Elab. propia en base a EEFF

Plazos de pago a proveedores más extensos y mix de compras han generado un descalce positivo entre cuentas por cobrar y por pagar

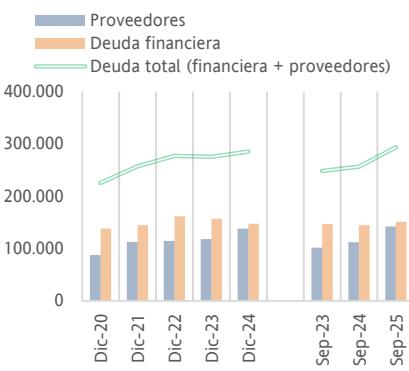
Evolución días de cobro de las cuentas por cobrar y de pago a proveedores (Nº de días) de Copeval



Fuente: Elab. propia en base a EEFF

Capital de trabajo vía proveedores continuó incrementándose en los 9M-25 por sobre el crecimiento que tuvo la deuda financiera

Composición de la deuda financiera y obligaciones con proveedores de Copeval (MM\$)



Fuente: Elab. propia en base a EEFF

instrumento y la profundización de su mejora operativa puedan influir en la estabilización del rating del emisor, pese a que no esperamos cambios significativos en sus indicadores de solvencia en el corto plazo, teniendo en cuenta que el stock de deuda ha tendido a permanecer relativamente estable los últimos años, dada la baja capacidad de desapalancamiento que prevalece como una de las características de este emisor.

Así, a septiembre 2025, la deuda financiera<sup>2</sup> creció 4,8%, pero la exposición a proveedores aumentó 26,5% (ambas clases de pasivos comparados con los 9M-24), dando cuenta de la recalibración de su mix de fuentes de capital de trabajo. Con ello y con los niveles de actividad, el endeudamiento total se ha incrementado los últimos dos períodos comparables, al mismo tiempo que se observa una mejora en el indicador de DFN/EBITDA, beneficiado tanto de la mejora en generación de EBITDA como por el mayor financiamiento vía proveedores en preferencia de la deuda financiera.

#### Evolución principales indicadores utilizados en la clasificación

Indicadores (Nº de veces)	2020	2021	2022	2023	2024	Sep-24	Sep-25
Endeudamiento total <sup>3</sup>	4,76	4,73	4,37	4,96	5,31	4,85	5,47
Endeudamiento financiero <sup>4</sup>	2,79	2,56	2,44	2,70	2,60	2,58	2,68
Endeudamiento financiero neto <sup>5</sup>	2,29	2,31	2,24	2,37	2,30	2,34	2,49
Endeudamiento financiero neto ajustado por proveedores <sup>6</sup>	4,06	4,30	3,97	4,41	4,73	4,35	5,01
Deuda financiera neta / EBITDA <sup>7</sup>	6,52	5,06	4,99	26,69	8,57	9,19	8,57
Cobertura gastos financieros netos <sup>8</sup>	1,94	2,75	2,65	0,38	1,35	1,28	1,26
Razón circulante <sup>9</sup>	1,48	1,40	1,24	1,30	1,04	1,07	1,08
Razón ácida <sup>10</sup>	1,12	1,01	0,88	0,97	0,79	0,67	0,73

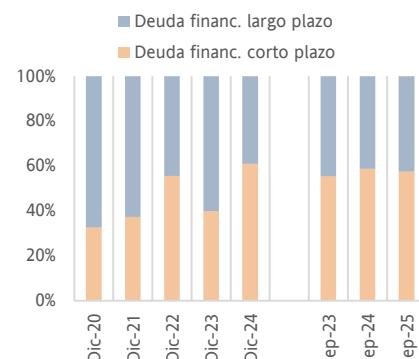
Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros

Teniendo en cuenta que los fondos provenientes de eventuales emisiones de deuda bajo la nueva línea de bonos se destinarían al pago de vencimientos con el objetivo de extender el *duration* de la deuda, estimamos que los indicadores crediticios se mantendrían alineados a la clasificación actual del emisor, pero beneficiando su liquidez. En consecuencia, la fortaleza financiera de Copeval, categorizada como “Débil” por ICR, no debiese verse afectada a consecuencia de esta nueva línea de bonos, pero complementada de la profundización de la mejora operativa, podría derivar en la asignación de una tendencia Estable a su clasificación que actualmente se encuentra en tendencia Negativa.

Respecto al ratio de cobertura del servicio de la deuda (RCSD<sup>11</sup>), nuestras estimaciones indican que, con la caja al cierre del 3Q-25 y asumiendo la generación de un flujo operacional similar al anualizado a septiembre 2025, la empresa debería renovar su deuda en un monto levemente inferior al de los vencimientos correspondientes a capital de trabajo. Se incluyen en este indicador, supuestos de desembolsos de Capex, impuestos, dividendos e intereses y el flujo que se levantaría mediante la próxima emisión de bonos.

Alta exposición a deuda de corto plazo debería parcialmente reducirse luego de concretarse la colocación de bonos

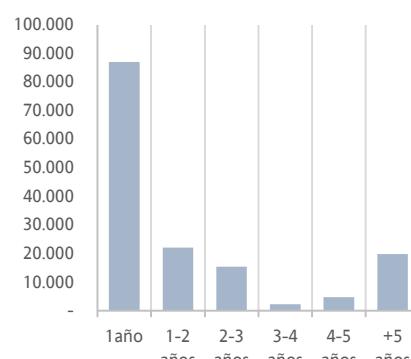
Estructura de vencimientos de la deuda financiera (%) de Copeval



Fuente: Elab. propia en base a EEFF

Altos vencimientos de corto plazo serían cubiertos, en parte, con los fondos de la colocación de bonos

Perfil de pago de Copeval (MM\$) a septiembre 2025



Fuente: Estados financieros

#### DEFINICIÓN DE CATEGORÍAS

##### 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.

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

##### Categoría N3

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.

## Evolución de ratings

### Últimas acciones de clasificación

Fecha	Solvencia	Bonos	Efectos de comercio	Tendencia	Motivo
30-abr-19	BBB-	BBB-	N3/BBB-	Estable	Cambio de tendencia
06-may-19	BBB-	BBB-	-	Estable	Nuevo instrumento (bonos)
30-oct-19	BBB-	BBB-	N3/BBB-	Estable	Reseña anual
06-nov-19	BBB-	BBB-	-	Estable	Nuevo instrumento (bonos)
22-oct-20	BBB-	BBB-	N3/BBB-	Estable	Reseña anual
16-abr-21	BBB-	BBB-	N3/BBB-	Positiva	Cambio de tendencia
15-sep-21	BBB	BBB	N2/BBB	Estable	Cambio de clasificación
25-oct-21	BBB	BBB	N2/BBB	Estable	Reseña anual
28-oct-22	BBB	BBB	N2/BBB	Estable	Reseña anual
28-sep-23	BBB-	BBB-	N3/BBB-	Estable	Cambio de clasificación
30-oct-23	BBB-	BBB-	N3/BBB-	Estable	Reseña anual
30-abr-24	BBB-	BBB-	N3/BBB-	Negativa	Cambio de tendencia
30-oct-24	BBB-	BBB-	N3/BBB-	Negativa	Reseña anual
30-oct-25	BBB-	BBB-	N3/BBB-	Negativa	Reseña anual
04-dic-25	BBB-	BBB-	-	Negativa	Nuevo instrumento (bonos)

Fuente: Elaboración propia con información de ICR. Más información sobre el evolutivo de rating en [Compañía Agropecuaria Copeval S.A. - ICR Chile](#)

## ANEXO 1: Resumen situación financiera (cifras en millones de pesos)

INDICADORES	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	sep-24	sep-25
Activos totales	285.708	323.707	356.897	345.645	358.088	327.304	365.370
Efectivo y equivalentes	19.446	4.711	4.858	16.055	14.476	12.088	5.268
Otros activos financieros corrientes	5.132	9.364	8.167	3.175	2.637	1.591	5.460
Inventarios	48.293	65.956	77.923	62.861	59.225	80.755	80.970
Proveedores	87.561	112.779	115.060	118.452	138.103	112.347	142.128
Pasivos totales	236.095	267.172	290.423	287.612	301.357	271.345	308.942
Deuda financiera total	138.260	144.485	162.005	156.958	147.585	144.551	151.470
Deuda financiera neta	113.682	130.410	148.980	137.729	130.471	130.873	140.742
Patrimonio	49.614	56.535	66.474	58.033	56.731	55.959	56.428
Ingresos de explotación	308.169	371.815	454.858	374.896	382.807	256.008	284.843
Gastos financieros	9.001	9.368	11.277	14.543	12.124	8.982	10.201
Utilidad/pérdida del ejercicio	2.233	8.286	7.225	-8.859	1.270	-2.930	-3.323
EBITDA	17.443	25.770	29.641	4.253	15.220	7.415	8.615
Margen EBITDA (%)	5,66%	6,93%	6,56%	1,38%	3,98%	2,90%	3,02%
Días de permanencia de inventario (días)	67	65	67	77	67	87	82
Días de rotación cuenta por cobrar (días)	146	149	133	150	155	106	126
Días de rotación de cuentas por pagar (días)	120	122	104	135	153	122	144
Flujo operacional	22.123	2.891	8.209	32.757	27.773	19.345	3.581
Flujo inversión	-181	-1.744	-370	200	-1.179	-802	-1.425
Flujo financiamiento	-19.315	-15.881	-7.692	-21.760	-28.172	-22.510	-11.364

<sup>1</sup> EBITDA = Ganancia/pérdida antes de impuestos + costos financieros – resultados por unidades de reajuste + depreciación y amortización.

<sup>2</sup> Deuda financiera = Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes.

<sup>3</sup> Endeudamiento total = Pasivos totales / Patrimonio total.

<sup>4</sup> Endeudamiento financiero = Deuda financiera / Patrimonio total.

<sup>5</sup> Endeudamiento financiero neto = (Deuda financiera – efectivo y equivalentes – otros activos financieros corrientes) / Patrimonio total.

<sup>6</sup> Endeudamiento financiero neto ajustado por proveedores = (Deuda financiera + proveedores – efectivo y equivalentes – otros activos financieros corrientes) / Patrimonio total.

<sup>7</sup> Deuda financiera neta sobre EBITDA = (Deuda financiera – efectivo y equivalentes – otros activos financieros corrientes) / EBITDA anualizado.

<sup>8</sup> Cobertura de gastos financieros netos = EBITDA 12 meses / (Gastos financieros – ingresos financieros, anualizados).

<sup>9</sup> Razón circulante = Activo circulante / Pasivo circulante.

<sup>10</sup> Razón ácida = (Activo circulante – inventario) / Pasivo circulante.

<sup>11</sup> Servicio de la deuda (RCSD) = (Caja + flujo operacional – CAPEX – impuestos – dividendos proyectados + levantamiento de financiamiento, proyectados) / servicio de la deuda próximos 12 meses (capital e interés).

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO EMITIDAS POR INTERNATIONAL CREDIT RATING COMPAÑÍA CLASIFICADORA DE RIESGO LIMITADA (“ICR”) CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE ICR RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE LOS EMISORES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE ICR INCLUIR OPINIONES ACTUALES RESPECTO DEL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE EMISORES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES. ICR DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD DE UN EMISOR DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES CONTRACTUALES DE CARÁCTER FINANCIERO A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SIMBOLOS DE CLASIFICACIÓN Y DEFINICIONES DE CLASIFICACIÓN DE ICR PUBLICADAS PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES CONTRACTUALES DE CARÁCTER FINANCIERO ENUNCIADAS EN LAS CLASIFICACIONES DE ICR. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO DE ICR NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO, PERO NO LIMITADO A: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES NO CREDITICIAS (“EVALUACIONES”) Y DEMAS OPINIONES, INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE ICR, NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE ICR NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORÍA FINANCIERA O DE INVERSIÓN, COMO TAMPOCO SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA COMPRAR, VENDER O CONSERVAR VALORES DETERMINADOS. TAMPOCO LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE ICR CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSIONISTA EN PARTICULAR. ICR EMITE SUS CLASIFICACIONES DE RIESGO Y PUBLICA SUS INFORMES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSIONISTA LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL INSTRUMENTO QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES DE ICR, AL IGUAL QUE LAS PUBLICACIONES DE ICR NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR INVERSIONISTAS MINORISTAS Y PODRIA SER INCLUSO TEMERARIO E INAPROPiado, POR PARTE DE LOS INVERSIONISTAS MINORISTAS TOMAR EN CONSIDERACION LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO DE ICR O LAS PUBLICACIONES DE ICR AL TOMAR SU DECISIÓN DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA CONTACTAR A SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA A MODO DE EJEMPLO LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT) NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPILADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHOS FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE ICR.

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y LAS PUBLICACIONES DE ICR NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR PERSONA ALGUNA COMO BENCHMARK, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBERÁN UTILIZARSE EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A CONSIDERARLAS COMO UN BENCHMARK.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por ICR a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se provee “TAL COMO ESTÁ”, sin garantía de ningún tipo. ICR adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al emitir una clasificación de riesgo sea de suficiente calidad y de fuentes que ICR considera fiables, incluidos, en su caso, fuentes de terceros independientes. Sin embargo, ICR no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de clasificación o en la elaboración de las publicaciones de ICR.

En la medida en que las leyes así lo permitan, ICR y sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes y proveedores no asumen ninguna responsabilidad frente a cualesquiera personas o entidades con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando ICR o cualquiera de sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes o proveedores fuera notificado previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluidos a título enunciativo pero no limitativo: (a) pérdidas actuales o ganancias futuras o (b) pérdidas o daños ocasionados en el caso que el instrumento financiero en cuestión no haya sido objeto de clasificación de riesgo otorgada por ICR.

En la medida en que las leyes así lo permitan, ICR y sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores no asumen ninguna responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido a modo enunciativo, pero no limitativo, a negligencia (excluido, no obstante, el fraude, una conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de ICR o cualquiera de sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

ICR NO OTORGÁ NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIALIDAD O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CLASIFICACIONES DE RIESGO Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN ENTREGADA O EFECTUADA POR ESTA EN FORMA ALGUNA.