

	Oct. 2013	Oct. 2014
Solvencia	A+	A+
Perspectivas	Estables	Estables

\* Detalle de clasificaciones en Anexo

Indicadores Relevantes			
	2012	2013	Jun-14
Margen operacional	20,7%	22,2%	24,8%
Margen Bruto	30,6%	32,6%	36,2%
Margen Ebitda	28,5%	30,0%	32,3%
Endeudamiento total	0,7	0,6	0,6
Endeudamiento financiero	0,4	0,4	0,3
Ebitda / Gastos Financieros	14,7	18,4	19,1
Deuda Financiera / Ebitda	1,7	1,4	1,2
Deuda Financiera Neta / Ebitda	1,3	1,0	1,0
FCNOA*/ Deuda Financiera	57,9%	67,7%	70,5%

(\*) Indicadores a junio actualizados.

Perfil de Negocios: Satisfactorio					
Principales Aspectos Evaluados	Débil	Vulnerable	Adecuado	Satisfactorio	
				Fuente	
Posición competitiva					
Experiencia y capacidad de gestión					
Sensibilidad al ciclo económico					
Posición Financiera: Satisfactoria					
Principales Aspectos Evaluados	Débil	Ajustada	Intermedia	Satisfactoria	
				Sólida	
Rentabilidad y generación de flujos					
Endeudamiento y coberturas					
Liquidez					

## Fundamentos

La clasificación "A+" asignada a Puerto Ventanas S.A. refleja un perfil de negocio considerado "Satisfactorio" y una posición financiera calificada "Satisfactoria".

Puerto Ventanas S.A. es propietaria y administradora del Puerto Ventanas, ubicado en la bahía de Quinteros, V Región, el puerto privado más importante de la zona central.

Además, la compañía mantiene participación en Ferrocarril del Pacífico S.A. (Fepasa), el principal operador de la industria ferroviaria de transporte de carga en la zona centro-sur del país, lo que le permite generar una integración estratégica.

La empresa está especializada en la transferencia de graneles tanto sólidos como líquidos, manteniendo una adecuada variedad de productos movilizados. No obstante, gran parte de estas cargas corresponden a commodities, exponiéndose al riesgo asociado a los ciclos económicos.

Puerto Ventanas mantiene contratos de venta de largo plazo con clientes de buena calidad crediticia, lo que contribuye a la estabilidad de los flujos de caja y a mitigar el riesgo de contraparte. Sin embargo, sus clientes se concentran en el sector minero y eléctrico, presentando una cartera acotada de clientes.

En el primer semestre de 2014, los ingresos de la compañía alcanzaron US\$70.356 mil, exhibiendo una disminución del 4,5% respecto de igual periodo de 2013. Esta caída se debió, principalmente, a una disminución de los ingresos del segmento ferroviario-camiones (13,4%), influenciado por el aumento en el tipo de cambio; no obstante, este efecto fue compensado, en parte, por un incremento en el segmento portuario (10,7%).

Asimismo, cabe señalar que el segmento ferroviario-camiones movilizó un 12% menos de carga en términos de toneladas por kilómetros. Sin embargo, los ingresos del segmento medidos en pesos chilenos registraron un leve aumento respecto de junio

de 2013, debido al cambio en la composición de las ventas, concentrándose en transportes con una menor distancia promedio, junto con mejores tarifas.

A junio de 2014, el Ebitda fue de US\$22.694 mil, con un incremento del 10,6% respecto al mismo periodo de 2013; asimismo, el margen Ebitda subió a 32,3%. Esto explicado por mejoras operacionales y mayores márgenes en sus líneas de negocio.

Durante el primer semestre de 2014, el stock de deuda financiera alcanzó US\$ 54.899 mil, disminuyendo un 9,8% respecto de diciembre de 2013. A la misma fecha, el ratio de deuda financiera sobre Ebitda fue de 1,2 veces, lo que representa una baja respecto a diciembre del año anterior (1,4 veces). Asimismo, la cobertura del Ebitda sobre los gastos financieros llegó a 19,1 veces.

A junio de 2014, la compañía mantiene una liquidez calificada "Satisfactoria", considerando un nivel de caja y equivalente de US\$9,5 millones y una generación de FCNOA anual por US\$38,7 millones, en comparación con vencimientos de deuda en el corto plazo por US\$14 millones.

## Perspectivas: Estables

**ESCENARIO DE BASE:** Incorpora la estabilidad de los ingresos de la empresa y la mantención de un acotado nivel de endeudamiento. Se espera que continúe el incremento de la actividad, mejorando la eficiencia operacional y obteniendo mayores márgenes, otorgados por la maduración de los proyectos.

**ESCENARIO DE BAJA:** Se considera poco probable, sin embargo, se podría dar en caso de que se observen políticas financieras más agresivas o un cambio adverso en las condiciones de mercado por sobre nuestras expectativas.

**ESCENARIO DE ALZA:** Se considera poco probable en el corto plazo.

### PERFIL DE NEGOCIOS: SATISFACTORIO

#### Factores Clave

- Buena posición competitiva dentro de la industria portuaria de transferencia de graneles del país, dada por su ubicación geográfica de carácter estratégico, su capacidad técnica y ventajas comparativas de la compañía.
- Sensibilidad de la industria al ciclo económico y al dinamismo del comercio internacional.
- Integración de negocios con Fepasa S.A.

### POSICIÓN FINANCIERA: SATISFACTORIA

#### Factores Clave

- Contratos de largo plazo con clientes de buena calidad crediticia, lo que contribuye a la estabilidad de generación de sus flujos operacionales.
- Moderado nivel de endeudamiento.
- Concentración de los ingresos en determinados clientes y sectores.
- Gran parte de sus ingresos están indexados al dólar y posee una estructura de costos en pesos, generando una exposición a variaciones de tipo de cambio, mitigada por coberturas *forward*.

Analistas: Felipe Pantoja  
felipe.pantoja@feller-rate.cl  
(56) 22 757-0470

Solvencia  
Perspectivas

A+  
Estables

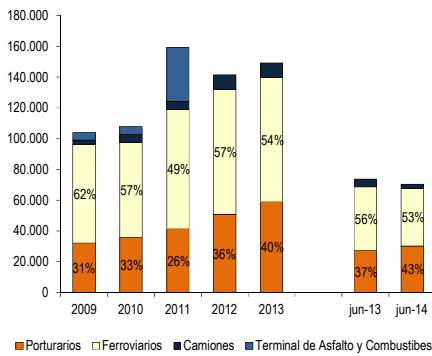
**PERFIL DE NEGOCIOS** SATISFACTORIO

**Propiedad**

*Puerto Ventanas S.A. es controlado por Sigdo Koppers, a través de SK S.A. y SK Inversiones portuarias S.A. con una propiedad en forma directa e indirecta del 50,01% (6,98% y 43,03%, respectivamente). Sigdo Koppers, clasificado en "A+/Estables" por Feller Rate, es uno de los grupos económicos más importantes de Chile, con inversiones en sectores de Servicios, Industrial, Comercial y Automotriz.*

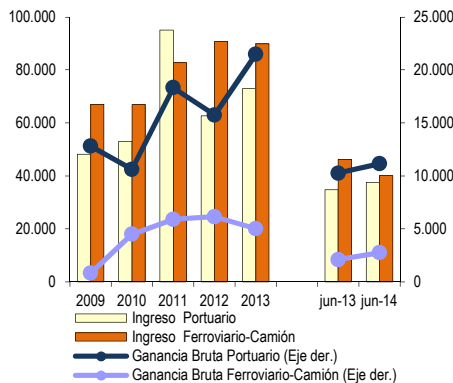
**Ingresos consolidados por área de negocios**

Cifras en miles de US\$



**Resultados por segmentos**

Cifras en miles de US\$



**Principal puerto privado de la zona central del país**

- Puerto Ventanas S.A. es propietaria y administradora del Puerto Ventanas ubicado en la bahía de Quinteros, V Región, que presta servicios de transferencia de graneles, incluyendo la estiba y desestiba de naves junto con el almacenamiento de la carga en caso de ser requerido.
- Además, la compañía desde 2003 mantiene una participación del 51,82% en Ferrocarril del Pacífico S.A. (Fepasa), el principal operador de la industria ferroviaria de transporte de carga en la zona centro-sur del país, lo que permite generar una integración estratégica, representando entre un 20% y 30% del movimiento de carga a través del puerto.
- La sociedad matriz posee 5 filiales, estructuradas como áreas de negocio, las cuales participan a nivel consolidado en el negocio portuario y del ferroviario.
- En términos consolidados, la mayor parte de sus ingresos provienen del negocio ferroviario, sin embargo, en términos de ganancia bruta, es el negocio portuario el más importante. Actualmente, el negocio portuario mantiene una participación en los ingresos consolidados y en la ganancia bruta del orden del 43% y 71,7%, respectivamente.

**Negocio Portuario**

- Puerto Ventanas es el puerto privado más importante de la zona central. Asimismo, a junio de 2014, concentra un 69% de las cargas movilizadas de graneles sólidos dentro de los puertos de la V Región.
- En línea con lo anterior, Puerto Ventanas está especializado en la transferencia de graneles, tanto sólidos como líquidos. Gran parte de estas cargas corresponden a *commodities*, exponiéndose al riesgo asociado a los ciclos económicos.
- Durante los últimos años las operaciones de carga más relevantes en términos de crecimiento y volúmenes correspondían a carbón y concentrados, las cuales promediaron una participación en torno al 35% y 28%, respectivamente, del total de carga transportada por la compañía, observándose una baja diversificación en sus operaciones.
- En 2013, la carga transferida alcanzó las 6.116.851 Ton incrementándose un 12,1% respecto del año anterior, siendo impulsado, principalmente, por un crecimiento en las cargas de carbón, concentrado y ácido en un 40,9%, 19,8% y 25,6%, respectivamente. Asimismo, los incrementos observados están relacionados con los proyectos de sus clientes.
- Actualmente, se observa un crecimiento de la carga cercano al 3% respecto de junio de 2013, esto se debe, principalmente, a la maduración de los proyectos tanto de sus clientes como de la compañía, siendo el último proyecto en entrar en operaciones de Puerto Ventanas una bodega para el concentrado de cobre de Anglo American. Se espera que, sin considerar la entrada de nuevos clientes o de nuevos proyectos, el nivel de carga transferida se mantenga relativamente estable en los próximos períodos.

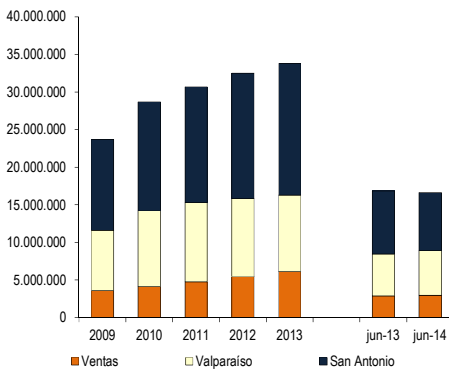
**INFRAESTRUCTURA Y SERVICIOS**

- La infraestructura del puerto cuenta con un muelle con un largo de, aproximadamente, 1.100 metros, cuenta con 4 sitios de atraque habilitados (con la posibilidad de habilitar un quinto) y con los mayores calados de la zona central del país, lo que permite atender naves de hasta 70 mil toneladas.
- Adicionalmente, posee depósitos para graneles sólidos y líquidos y amplias áreas de acopio para todo tipo de cargas, ambos con sistemas de conexión directa y automática hacia los puertos, con el fin de brindar un apoyo integral a la cadena de suministros.
- Además, mantiene un terminal de concentrado de minerales, con acceso ferroviario y vehicular, instalaciones y equipos necesarios para la recepción, transporte, almacenaje y manipulación de los concentrados.
- La infraestructura que posee este terminal está conformada por bodegas, que en conjunto suman más de 18.800 m<sup>2</sup>, con una capacidad total de almacenamiento de 130 mil toneladas.

Solvencia **A+**  
Perspectivas **Estables**

**Toneladas transferidas de los principales puertos de la zona central**

Cifras en toneladas

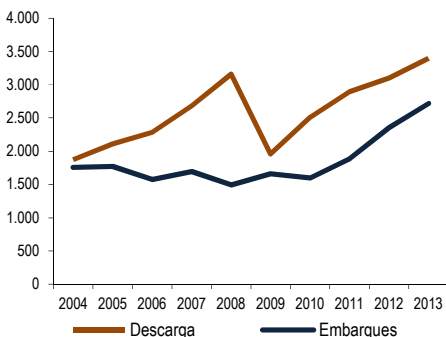


**Principales clientes con contratos a largo plazo**

Empresa	Producto	Duración	Fecha De Contrato de inicio
Cemento Melón	Clinker	28 años	jul-95
Codelco Ventanas	Ácido Sulfúrico	23 años	mar-98
Codelco Andina	Concentrado de Cobre	30 años	jul-94
Anglo American	Concentrado de Cobre	25 años	ene-11
Enap (ERSA)	Carbón de Petróleo	20 años	ene-08
Asfaltos Conosur	Asfalto	30 años	sep-02
Aes Gener I	Carbón	Indefinido	ene-04
Aes Gener III	Carbón	11 años	ene-10

**Movimientos de carga (miles de toneladas)**

Cifras en miles de toneladas



**— CONTRATOS DE LARGO PLAZO CON CLIENTES CON BUENA CALIDAD CREDITICIA**

- Puerto Ventanas mantiene contratos de venta de largo plazo, otorgando cierta estabilidad a los ingresos de la compañía y una base de operaciones al puerto. Estos clientes mantienen una buena calidad crediticia, asociados al sector minero, eléctrico, combustible e industrial del país, lo que permite entregar una estabilidad a los flujos de caja y mitigar el riesgo de contraparte. Por otro lado, ninguno de los clientes mantiene relaciones de propiedad en la compañía.
- Debido a la naturaleza de los contratos que la compañía mantiene con sus clientes y como forma de mantener las relaciones de largo plazo, se invierte en forma conjunta la construcción de instalaciones en terrenos del puerto, en general los clientes reembolsan el terreno e infraestructura.
- Respecto a la estructura de los contratos, éstos contemplan una tarifa fija e incorpora un componente variable indexado semestralmente al CPI americano.

**Negocio Ferroviario**

- Fepasa es la mayor empresa de transporte de carga ferroviaria del país con una red ferroviaria que se extiende, aproximadamente, por 1.722 kilómetros, abarcando desde La Calera hasta Puerto Montt. Cuenta con ramales transversales que le permiten acceder a los principales centros de producción y consumo entre la Región de Valparaíso y la Región de Los Lagos, así como a los puertos de Ventanas, Valparaíso, San Antonio, Lirquén, Coronel, San Vicente, Penco y Talcahuano.
- Los principales activos con que cuenta la empresa son el equipamiento ferroviario y la concesión de Empresa de los Ferrocarriles del Estado (EFE). El derecho a uso de estas vías férreas está incluido en la concesión, que se extiende hasta el 2024, donde Fepasa paga un canon fijo trimestral a EFE y un peaje mensual variable según ton/kms o mantención de las líneas, de acuerdo a la clase de vías que utilice.
- La industria ferroviaria presenta altos costos fijos, por lo que la operación se basa principalmente en contratos de largo plazo, generando cierta estabilidad en la cantidad de volúmenes transportados por la compañía, lo que le permite mantener una participación de mercado estable.
- La empresa cuenta con una cartera de clientes concentrada, dentro de los principales, se encuentran Codelco, Celulosa Arauco y Constitución, KDM, acentuando la importancia estratégica e intereses de trabajar con ferrocarriles debido a la infraestructura que poseen los clientes, diseñada especialmente para trabajar con este sistema de transportes.
- Durante 2013, se observó una disminución en las toneladas por kilómetro transportada, no obstante los ingresos se encuentran estables. Esto se debe a un cambio en el mix de ventas, contemplando mejores tarifas y transportes con menores distancias.
- A junio de 2014, se mantiene la misma tendencia observada en 2013, con una disminución en las toneladas por kilómetros transportado del 12,1% y un nivel de ingresos de \$22.199 millones similar al obtenido en el primer semestre de 2013.

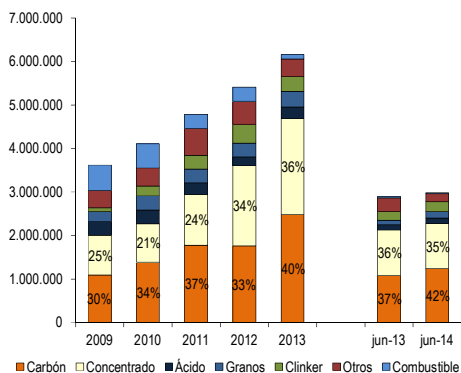
**Industria de transporte altamente ligada a ciclos económicos**

- El crecimiento y proyección de las áreas del negocio de cargas tienen relación directa con la actividad comercial externa, enmarcada dentro de la compra y venta de *commodities*, materias primas, bienes de capital, productos semielaborados y productos terminados.
- El movimiento de cargas ha registrado una tendencia creciente a lo largo del tiempo, pero estrechamente relacionado al entorno económico y a la actividad asociada al comercio exterior del país.
- La industria portuaria en Chile se caracteriza por ser una plataforma estratégica para el transporte y el comercio exterior que mantiene la nación con sus pares. Durante los últimos años, más de un 85% de la carga movilizadora, importaciones y exportaciones, se realizó vía marítima.

Solvencia	A+
Perspectivas	Estables

### Evolución de la carga transferidas

Cifras en toneladas



### Productos transportados por Fepasa

	2012		2013	
	Mton -Km	Mton	Mton-Km	Mton
Celulosa	489.255	2.429	496.592	2.528
Acero	154.842	266	126.961	725
Concentrado de cobre	135.921	777	115.696	483
Cobre metálico	112.108	463	97.485	168
Contenedores	101.614	633	93.228	1.636
Residuos sólidos	98.757	1.733	90.017	574
Rollizos y trozos	78.379	272	72.472	311
Graneles Agrícolas	71.562	346	70.773	398
Químicos y combustibles	69.643	256	65.841	246
Carbón	33.347	79	52.256	85
Alimento para salmones	27.723	45	27.023	59
Madera aserrada	22.869	59	19.433	50
Cemento a granel	12.008	23	15.114	29
Otros	11.325	33	8.556	24
<b>Total</b>	<b>1.419.353</b>	<b>7.414</b>	<b>1.351.447</b>	<b>7.316</b>

- Actualmente, la industria se encuentra dispersa a lo largo del país, estando diversificada en puertos de servicios públicos y privados. Respecto al primero, éstos están disponibles para cualquier empresa que los necesite y son de propiedad estatal y privada, en cambio, los puertos de servicio privado son de uso exclusivo de las empresas a la que pertenecen.
- En la zona central se concentra la mayor actividad portuaria, siendo los principales puertos San Antonio, Valparaíso y Ventanas, siendo el primero de ellos el más grande a nivel nacional. Este moviliza todo tipo de carga, siendo su fuerte los graneles sólidos y contenedores. Valparaíso se ocupa mayoritariamente de carga general y refrigerada en contenedores. En cambio Ventanas se especializa en la transferencia de graneles sólidos y líquidos.
- Al igual que el negocio portuario, la industria ferroviaria está fuertemente ligada a la economía a través del sector inmobiliario e industrial. La logística de carga ferroviaria centra gran parte de su negocio en el transporte de productos de exportación e importación, identificando los flujos de carga desde centros de producción hacia los puertos de exportación, como también los flujos de productos de importación que van de los puertos hacia los centros de consumo.
- La externalización del servicio de transporte, usado por la gran mayoría de las empresas, hace necesario que las compañías de envío ofrezcan soluciones logísticas integradas, de manera de ser capaces de trasladar la carga desde la zona de producción o extracción, hasta el destinatario final. Para ello, el ferrocarril ha debido adaptarse y ser capaz de realizar porteos, a través de ramales transversales o por medio de transporte intermodal.
- Otro punto importante de destacar es la fuerte competencia por parte de los camiones, que si bien las ventajas en cuanto a capacidad, eficiencia energética y polución por parte del ferrocarril debería disminuir el riesgo implícito, la sobreoferta baja los precios haciéndolos más competitivos.

Solvencia **A+**  
Perspectivas **Estables**

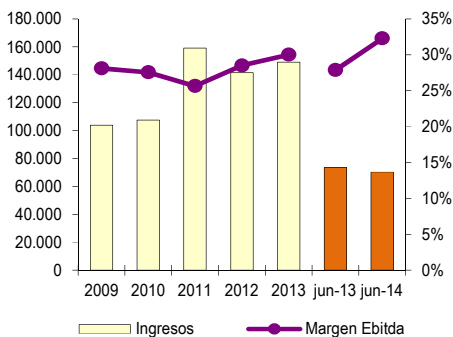
**POSICION FINANCIERA SATISFACTORIO**

## Resultados y márgenes:

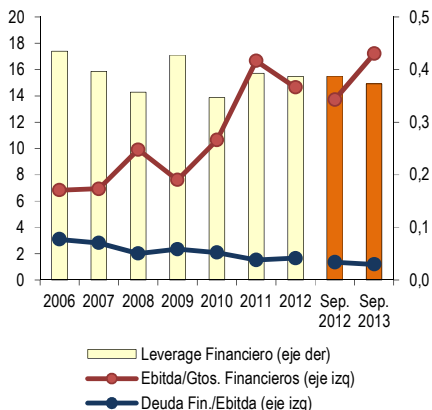
*Disminución en los ingresos asociado a la exposición al tipo de cambio de Fepasa al momento de consolidar, el cual fue compensado en gran parte por una mayor carga del negocio portuario*

### Evolución de ingresos y márgenes

Cifras en miles de US\$



### Evolución endeudamiento e indicadores de solvencia



### Indicadores Relevantes de Fepasa

Millones de pesos

	2012	2013	Jun. 13	Jun. 14
Ingresos	44.146	44.526	22.176	22.199
Ebitda	7.510	7.386	3.312	3.704
Gastos financieros	652	494	272	208
Deuda financiera	10.026	9.524	10.078	7.803
Caja y equivalentes	1.760	1.277	427	281
Activos	84.159	84.336	83.053	83.359
Patrimonio	61.136	61.566	60.508	62.628
Dividendos repartidos	2.497	1.331	1.331	754
Utilidad	2.969	2.514	1.002	1.520
Margen Ebitda	17,0%	16,6%	14,9%	16,7%
Endeudamiento	0,4	0,4	0,4	0,3
Endeudamiento Financiero	0,2	0,2	0,2	0,1
Ebitda / Gastos Financieros	11,5	14,9	12,2	17,8
Deuda Financiera / Ebitda*	1,34	1,29	1,38	1,00
Deuda Financiera Neta / Ebitda*	1,10	1,12	1,32	0,97
Liquidez corriente	1,4	1,0	2,0	1,0

\*Indicadores a junio anualizados

- La evolución positiva de los ingresos operacionales de Puerto Ventanas exhibida en los últimos años, se explica en gran medida por la actividad comercial en los puertos y por el crecimiento económico del país junto con la maduración de los proyectos de compañía.
- Los ingresos están compuestos por el segmento portuario y ferroviario-camiones con una participación importante de este último, que a diciembre de 2013 alcanzó el 60,3%, no obstante en los últimos años se observa una mayor participación relativa del negocio portuario. Cabe señalar que estas participaciones varían en términos de ganancias brutas debido a las características de cada industria, alcanzando el negocio portuario una participación del 69,4% en diciembre de 2013.
- Durante 2013, los ingresos consolidados alcanzaron los US\$ 149.135 mil, incrementándose un 5,4% respecto de 2012. Este avance se debe, principalmente, a un aumento del 16,8% observado en el negocio portuario que compenso la leve disminución exhibida en el negocio ferroviario- camiones.
- En línea con lo anterior, el Ebitda alcanzó los US\$44.756 mil exhibiendo un incremento del 11,1% respecto del año anterior. Esto, se ve reflejado en un aumento en el margen Ebitda alcanzando el 30%, coherente con la tendencia creciente observada en los últimos periodos debido a la maduración de proyectos.
- En el primer semestre de 2014, los ingresos de la compañía alcanzaron los US\$70.356 mil exhibiendo una disminución del 4,5% respecto de igual periodo de 2013. Esta caída se ocasiona, principalmente, por una disminución de los ingresos del segmento ferroviario-camiones (13,4%) influenciado por el aumento en el tipo de cambio que ha observado en los últimos periodos, no obstante, este efecto fue compensado en su mayoría por el incremento en el segmento portuario (10,7%).
- Cabe señalar que, a junio de 2014, el segmento ferroviario-camiones movilizó un 12% menos de carga en términos de toneladas por kilómetros. Sin embargo, los ingresos del segmento medidos en pesos chilenos, registraron un leve aumento respecto de junio de 2013, debido al cambio en el mix de ventas, concentrándose en transportes con una menor distancia promedio junto con mejores tarifas.
- Ante las mejores eficiencias operacionales y los mayores márgenes exhibidos en sus dos líneas de negocio la compañía, a junio de 2014, alcanzó un Ebitda por US\$22.694 mil con un incremento del 10,6% respecto al mismo periodo de 2013. Asimismo, se observa un aumento en el margen Ebitda desde los 27,9% observados en junio de 2013 hasta los 32,3%.
- La tendencia al alza de los márgenes observada, se explica por la maduración de los proyectos realizados junto con las nuevas inversiones, mejorando la eficiencia operacional, y por el aumento en las cargas trasferidas.

## Endeudamiento y cobertura financiera:

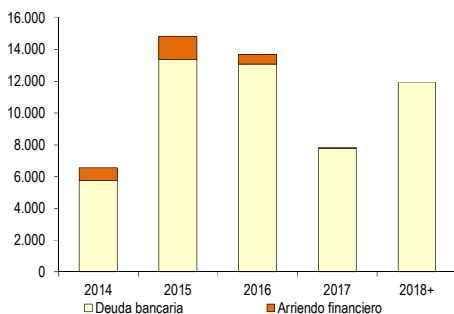
*La compañía presenta un moderado endeudamiento financiero, alcanzando las 0,3 veces a junio de 2014*

- A junio de 2014, el stock de deuda financiera alcanzó los US\$ 54.899 mil, disminuyendo un 9,8% respecto de diciembre de 2013, estando compuesta mayoritariamente por créditos bancarios, con cerca del 88% de la deuda estructurada en el mediano y largo plazo. Asimismo, el 71,5% de la deuda de la compañía se encuentra a tasa variable generando una exposición en los flujos, no obstante este impacto se ve mitigado por el bajo endeudamiento y, en parte, por la utilización de forward mensuales por parte de la compañía.

Solvencia	A+
Perspectivas	Estables

### Perfil de vencimientos

Cifras en miles de US\$



### Principales Fuentes de Liquidez

- Caja y equivalentes a junio de 2014 por US\$9.503 mil.
- Una generación consistente con un margen Ebitda en el rango considerado en nuestro escenario base.

### Principales Usos de Liquidez

- Amortización de obligaciones financieras acordes al calendario de vencimientos.
- CAPEX de mantenimiento y de crecimiento según el plan de crecimiento comprometido.
- Dividendos según política de reparto.

- Respecto a la filial Fepasa, a junio de 2014, mantiene un 25,6% de las obligaciones financieras consolidadas de Puerto Ventanas, alcanzando los US\$14.054 mil y con un perfil financiero de un 51,5% en el corto plazo.
- Asimismo, Fepasa ha mantenido históricamente un comportamiento conservador y cierta flexibilidad en lo referente al pago de dividendos, junto con una adecuada capacidad de generación de excedente de flujos de efectivos para la empresa, lo que le ha permitido mantener sus indicadores de endeudamiento y su capacidad de pago, en línea con el perfil de riesgo de Puerto Ventanas.
- Con respecto a los riesgos de tipo de cambio y descalces, el fuerte impacto que tiene el comercio internacional y el tipo de cambio en los ingresos operacionales de la entidad se ve mitigado por la relación contractual de largo plazo que mantiene con sus clientes junto con la incorporación de *forward* para mitigar estos efectos. En lo referente a Fepasa, esta filial mantiene un buen calce monetario, debido a que gran parte de sus ingresos y costos son en pesos, y, gracias a instrumentos de cobertura tipo *Swap* de tasa de interés, transforma toda la porción dólar de su deuda a pesos.
- En términos de índices de cobertura, en los últimos periodos el ratio de deuda financiera sobre Ebitda ha presentado una tendencia decreciente alcanzando, a junio de 2014, las 1,2x en comparación a 1,4x exhibidos en diciembre de 2013, esto se debe a una favorable combinación entre una mayor generación de Ebitda junto con una disminución en la deuda financiera.
- Asimismo, la cobertura del Ebitda sobre los gastos financieros presentó un incremento desde las 15,7x observadas en el primer semestre de 2013 hasta las 19,1x en junio de 2014, alcanzando niveles históricos de cobertura.

### Liquidez: Satisfactoria

- A junio de 2014, la empresa cuenta con una liquidez calificada como "Satisfactoria", considerando, un nivel de caja de US\$9,5 millones junto con su buena generación de fondos (FCNOA), que en términos anuales alcanzaba a US\$38,7 millones. En comparación, con vencimientos de deuda financiera en el corto plazo por cerca de US\$14 millones.
- Adicionalmente, la flexibilidad financiera de la compañía se ve favorecida por su adecuado acceso al mercado financiero, el cual se encuentra respaldado por su robusta generación de Ebitda y, en cierta medida, por el hecho de estar controlado mayoritariamente por Sigdo Koppers ("A+ /Estables" por Feller-Rate).

### Clasificación de Títulos Accionarios: Primera Clase Nivel 3

- La clasificación de las acciones de la compañía en "Primera Clase Nivel 3" refleja una 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.
- La empresa es controlada en un 50,01% por Sigdo Koppers. Esta estructura de propiedad contempla otros accionistas de carácter de largo plazo lo que deriva en bajos índices de liquidez bursátil, con una presencia ajustada de 7,78% y una rotación de 1,08%, a julio de 2014.
- El Directorio de la compañía está conformado por 7 miembros, de los cuales 2 son independientes, conforme al artículo 50 bis de la Ley N°18.046 y la circular N°1526 de la Superintendencia de Valores y Seguros. El comité sesiona en toda ocasión que la legislación lo indique o en caso necesario.
- 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 para sus accionistas, tales como memoria anual y estados financieros trimestrales.

	<b>Noviembre 2001</b>	<b>Octubre 2010</b>	<b>28 Octubre 2011</b>	<b>31 Octubre 2012</b>	<b>30 Octubre 2013</b>	<b>30 Octubre 2014</b>
Solvencia	A+	A+	A+	A+	A+	A+
Perspectivas	Estables	Estables	Estables	Estables	Estables	Estables
Acciones Serie Única	1ª Clase Nivel 3	1ª Clase Nivel 3	1ª Clase Nivel 3	1ª Clase Nivel 3	1ª Clase Nivel 3	1ª Clase Nivel 3

### Resumen Financiero Consolidado

Millones de dólares

	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>Jun-13</b>	<b>Jun-14</b>
Ingresos Ordinarios	103.932	107.672	159.076	141.473	149.135	73.646	70.356
Ebitda <sup>(1)</sup>	29.208	29.656	40.791	40.297	44.756	20.523	22.694
Resultado Operacional	17.003	18.338	28.580	29.229	33.080	14.523	17.447
Ingresos Financieros	354	198	481	538	452	252	107
Gastos Financieros	-3.979	-2.820	-2.443	-2.747	-2.432	-1.305	-1.189
Ganancia (Pérdida) del Ejercicio	12.998	14.208	21.623	20.130	24.282	10.569	13.465
Flujo Caja Neto de la Operación Ajustado(FCNOA) <sup>(2)</sup>	26.785	25.516	55.815	38.834	41.195	16.936	14.461
Inversiones en Activos fijos Netas	-4.218	-2.404	-16.664	-28.271	-14.830	-7.739	-3.928
Inversiones en Acciones	0	0	0	0	0	0	0
Flujo de Caja Libre Operacional	22.567	23.112	39.151	10.563	26.365	9.197	10.533
Dividendos pagados	-10.470	-7.742	-34.873	-13.358	-19.716	-11.298	-9.683
Flujo de Caja Disponible	12.097	15.370	4.278	-2.795	6.649	-2.101	850
Movimiento en Empresas Relacionadas	0	0	0	0	0	0	0
Otros movimientos de inversiones	0	0	0	0	0	0	0
Flujo de Caja Antes de Financiamiento	12.097	15.370	4.278	-2.795	6.649	-2.101	850
Variación de capital patrimonial	0	0	0	0	0	0	0
Variación de deudas financieras	-7.368	-15.154	20.512	1.364	-4.819	-1.671	-5.337
Otros movimientos de financiamiento	-2.633	1.259	-1.769	1.017	-531	-263	-296
Financiamiento con EERR	0	0	-16.952	0	0	0	0
Flujo de Caja Neto del Ejercicio	2.096	1.475	6.069	-414	1.299	-4.035	-4.783
Caja Inicial	3.761	5.857	7.332	13.401	12.987	12.987	14.286
Caja Final	5.857	7.332	13.401	12.987	14.286	8.952	9.503
Caja y equivalentes	5.857	7.332	13.401	12.987	14.286	8.952	9.503
Cuentas por Cobrar Clientes	16.900	21.044	28.964	28.288	23.540	23.559	24.801
Inventario	524	532	577	753	1.131	1.036	1.237
Deuda Financiera	71.252	62.413	61.956	67.078	60.846	64.259	54.898
Activos Totales	280.732	287.923	262.958	289.425	273.925	274.433	261.513
Pasivos Totales	113.913	107.642	105.153	115.784	107.361	108.714	96.908
Patrimonio + Interés Minoritario	166.819	180.281	157.805	173.641	166.564	165.719	164.605

(1) Ebitda: Resultado Operacional más depreciación y amortización.

(2) Indicadores a junio se presentan anualizados.

(3) Cifras estimadas por Feller Rate sobre la base de reportes de flujo de caja neto operacional presentado por la compañía antes de los dividendos pagados y descontados los intereses netos.

### Principales Indicadores Financieros

	2009	2010	2011	2012	2013	Jun-13	Jun-14
Margen Bruto	26,7%	26,5%	26,6%	30,6%	32,6%	29,8%	36,2%
Margen Operacional (%)	16,4%	17,0%	18,0%	20,7%	22,2%	19,7%	24,8%
Margen Ebitda (%)	28,1%	27,5%	25,6%	28,5%	30,0%	27,9%	32,3%
Rentabilidad Patrimonial (%)	7,8%	7,9%	13,7%	11,6%	14,6%	13,7%	16,5%
Costo/Ventas	73,3%	73,5%	73,4%	69,4%	67,4%	70,2%	63,8%
Gav/Ventas	10,4%	9,5%	8,6%	9,9%	10,4%	10,1%	11,4%
Días de Cobro <sup>(2)</sup>	49,9	59,9	55,8	61,3	48,4	48,1	52,2
Días de Pago <sup>(2)</sup>	27,9	41,1	30,1	50,7	46,7	41,4	41,5
Días de Inventario <sup>(2)</sup>	2,1	2,1	1,5	2,4	3,5	3,1	4,1
Endeudamiento total	0,7	0,6	0,7	0,7	0,6	0,7	0,6
Endeudamiento financiero	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3
Endeudamiento Financiero Neto	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Deuda Financiera / Ebitda <sup>(1) (2)</sup> (vc)	2,4	2,1	1,5	1,7	1,4	1,4	1,2
Deuda Financiera Neta / Ebitda <sup>(1) (2)</sup> (vc)	2,2	1,9	1,2	1,3	1,0	1,2	1,0
Ebitda <sup>(1)</sup> / Gastos Financieros(vc)	7,3	10,5	16,7	14,7	18,4	15,7	19,1
FCNOA <sup>(2)</sup> / Deuda Financiera (%)	37,6%	40,9%	90,1%	57,9%	67,7%	66,4%	70,5%
FCNOA <sup>(2)</sup> / Deuda Financiera Neta (%)	41,0%	46,3%	115,0%	71,8%	88,5%	77,2%	85,3%
Liquidez Corriente (vc)	0,8	1,0	1,3	1,7	1,2	1,4	1,2

(1) Ebitda: Resultado Operacional más depreciación y amortización.

(2) Indicadores a junio se presentan anualizados.

### Características de los instrumentos

#### ACCIONES

Presencia Ajustada <sup>(1)</sup>	7,78%
Rotación <sup>(1)</sup>	1,08%
Free Float <sup>(2)</sup>	49,3%
Política de dividendos efectiva	80% de las utilidades líquidas del ejercicio
Participación Institucionales <sup>(2)</sup>	<5%
Directores Independientes	dos de un total de siete

(1) Al 31 de julio de 2014.

(2) Al 8 de octubre de 2014.

### 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 (o 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.

## Perspectivas

Feller Rate asigna Perspectivas de la Clasificación, como opinión sobre el comportamiento de la clasificación de la solvencia de la entidad en el mediano y largo plazo. La clasificadora considera los posibles cambios en la economía, las bases del negocio, la estructura organizativa y de propiedad de la empresa, la industria y en otros factores relevantes. Con todo, las perspectivas no implican necesariamente un futuro cambio en las clasificaciones asignadas a la empresa.

- Positivas: la clasificación puede subir.
- Estables: la clasificación probablemente no cambie.
- Negativas: la clasificación puede bajar.
- En desarrollo: la clasificación puede subir, bajar o ser confirmada.

## Creditwatch

Un Creditwatch o Revisión Especial señala la dirección potencial de una clasificación, centrándose en eventos y tendencias de corto plazo que motivan que ésta quede sujeta a una observación especial por parte de Feller Rate. Estos son los casos de fusiones, adquisiciones, recapitalizaciones, acciones regulatorias, cambios de controlador o desarrollos operacionales anticipados, entre otros. Con todo, el que una clasificación se encuentre en Creditwatch no significa que su modificación sea inevitable.

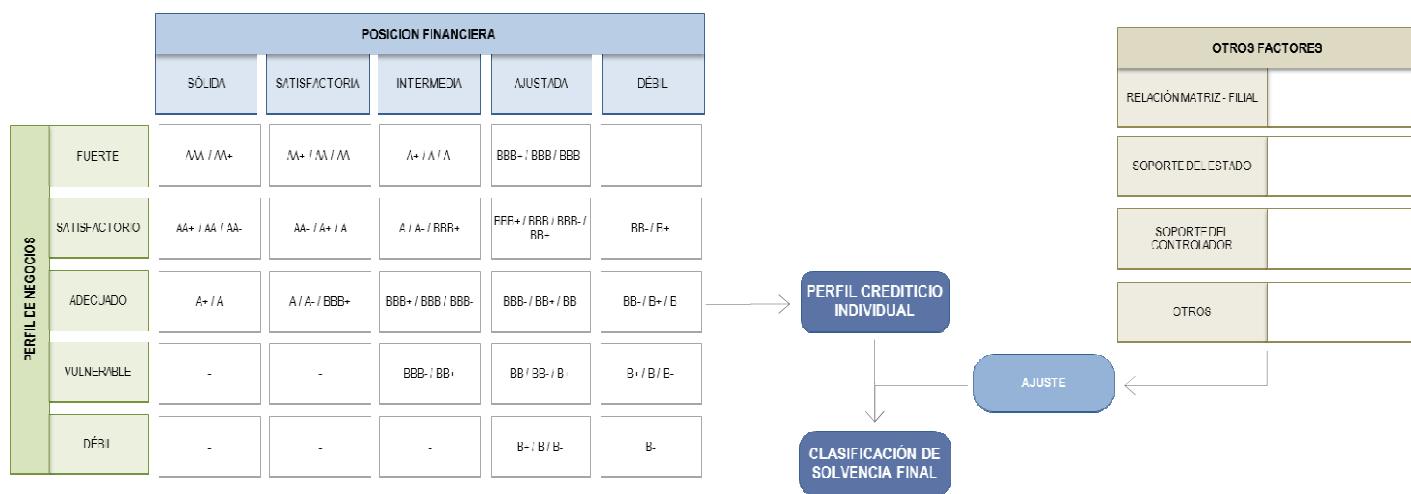
- CW Positivo: la clasificación puede subir.
- CW Negativo: la clasificación puede bajar.
- CW En desarrollo: la clasificación puede subir, bajar o ser confirmada.

### 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.