

	Dic. 2016	Oct. 2017
Solvencia	A+	A+
Perspectivas	Estables	Estables

\* Detalle de clasificaciones en Anexo

Indicadores Relevantes			
	2015	2016	Jun. 17
Margen operacional	25,8%	18,0%	22,2%
Margen Bruto	36,7%	30,4%	34,5%
Margen Ebitda	33,2%	25,8%	30,0%
Endeudamiento total	0,6	0,9	0,9
Endeudamiento financiero	0,4	0,7	0,7
Endeudamiento financiero neto	0,3	0,5	0,6
Ebitda / Gastos Financieros	23,1	17,8	15,0
Deuda Financiera / Ebitda	1,2	3,1	2,9
Deuda Financiera Neta / Ebitda	1,0	2,5	2,5
FCNOA <sup>1</sup> / Deuda Financiera	73,4%	28,5%	27,3%

<sup>(1)</sup> Indicadores a junio anualizados.

Perfil de Negocios: Satisfactorio					
Principales Aspectos Evaluados	Débil	Vulnerable	Adecuado	Satisfactorio	Fuerte
Posición competitiva					
Sinergias con Fepasa					
Sensibilidad al ciclo económico					
Posición Financiera: Satisfactoria					
Principales Aspectos Evaluados	Débil	Ajustada	Intermedia	Satisfactoria	Sólida
Rentabilidad y generación de flujos					
Riesgo cambiario					
Coberturas y endeudamiento					
Liquidez					

## Fundamentos

La clasificación "A+" asignada a la solvencia de Puerto Ventanas S.A. refleja un perfil de negocios "Satisfactorio" y una posición financiera "Satisfactoria".

La clasificación en "1ª Clase nivel 3" para sus acciones considera una combinación entre su solvencia y otros factores como la liquidez de los títulos.

Puerto Ventanas S.A. es propietaria y administradora del Puerto Ventanas, mayor terminal de la zona central, ubicado en la bahía de Quinteros, V Región.

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.

La compañía mantiene contratos de largo plazo con clientes de buena calidad crediticia, otorgando cierta estabilidad a los ingresos y una base de operaciones, en conjunto con mitigar el riesgo de contraparte. No obstante, cabe considerar que sus clientes se encuentran concentrados en el sector minero y eléctrico.

En los primeros seis meses de 2017, los ingresos operacionales registraron un incremento anual de un 5,9%, debido principalmente a un incremento en la carga transferida de concentrado de cobre y carbón. Adicionalmente, considera la menor carga movilizadora por Fepasa, asociada al colapso de la infraestructura del puente sobre el río Toltén en agosto de 2016.

A junio de 2017, el margen ebitda fue de 30,0%, en comparación a 25,7% y 25,8%

exhibidos a junio y diciembre de 2016, respectivamente. Esto, producto mayormente de una contención en la estructura de costos de Fepasa.

Desde 2015, la compañía ha efectuado un fuerte plan de inversiones, que incluye la nueva bodega "La Greda", inaugurada durante octubre de 2016, y el inicio del proyecto asociado a la modernización del "Sitio N°3". Lo anterior ha redundado en un incremento del indicador de deuda financiera neta sobre ebitda desde 1,7 veces a junio de 2016, hasta 2,5 veces al mismo mes de 2017. Por otra parte, el indicador de cobertura de gastos financieros alcanzó 15,0 veces al término de este primer semestre, en comparación con 21,6 veces y 17,8 veces de junio y diciembre de 2016, respectivamente.

La liquidez es calificada "Satisfactoria", considerando, a junio de 2017, un nivel de caja y equivalentes de US\$13,9 millones y una generación de fondos operacionales (FCNOA), que en términos anuales, alcanzaba US\$30,1 millones, en comparación con vencimientos de deuda de corto plazo por US\$17,2 millones. Además, se consideran líneas de crédito disponibles por US\$35 millones.

## Perspectivas: Estables

**ESCENARIO DE BASE:** Incorpora la contención del nivel de endeudamiento, en conjunto con el término del plan de inversiones. Adicionalmente, se espera que continúe el incremento en la actividad, mejorando la eficiencia operacional y obteniendo mayores márgenes por la maduración de los proyectos ya realizados.

**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

- Sensibilidad de la industria al ciclo económico y al dinamismo del comercio internacional.
- Buena posición competitiva dentro de la industria portuaria de transferencia de graneles del país, dada por su ubicación geográfica estratégica, su capacidad técnica y otros aspectos.
- Concentración de los ingresos en determinados clientes y sectores.
- Sinergias 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.
- 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*.
- Satisfactoria posición de liquidez.

Analistas: Esteban Sánchez C.  
esteban.sanchez@feller-rate.cl  
(56) 22 757-0482  
Claudio Salin G.  
claudio.salin@feller-rate.cl  
(56) 22 757-0463

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

**PERFIL DE NEGOCIOS** *SATISFACTORIO*

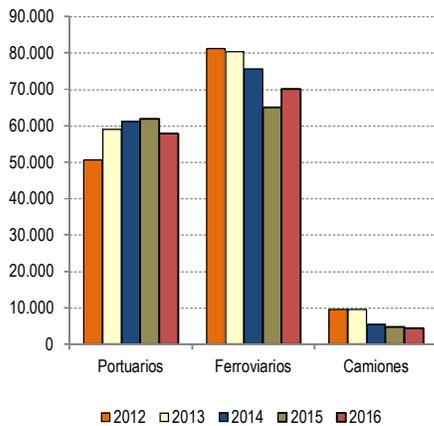
**Propiedad**

*Puerto Ventanas S.A. es controlado en forma directa e indirecta por Sigdo Koppers, a través de SK S.A. y SK Inversiones portuarias S.A. con un 50,01%.*

*Sigdo Koppers, es uno de los grupos económicos más importantes de Chile, con inversiones en sectores de Servicios, Industrial, Comercial y Automotriz.*

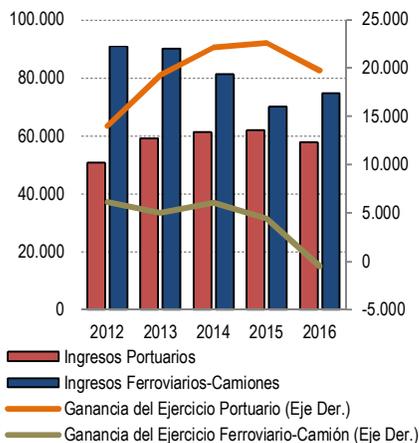
**Ingresos consolidados por área de negocios**

*Cifras en miles de US\$*



**Resultados por segmentos**

*Cifras en miles de US\$*



\* Considera "eliminaciones y otras"

**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 gráneles, 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 filiales estructuradas como áreas de negocio, las cuales participan a nivel consolidado en el negocio portuario y del ferroviario-rodoviario.
- Históricamente, la mayor parte de los ingresos consolidados de la compañía han provenido del segmento ferroviario-rodoviario. No obstante, desde el punto de vista de las utilidades, el negocio portuario es el de mayor importancia.
- Al 30 de junio de 2017, el negocio ferroviario-rodoviario representaba un 51,3% de los ingresos consolidados y un 0,2% de las utilidades, en comparación con un 58,8% y 5,4% registrado a igual periodo del año anterior, respectivamente. Lo anterior, debido mayormente al colapso de parte de la estructura del puente Toltén en agosto de 2016, que afectó la carga movilizada de Fepasa.
- A igual periodo, el segmento portuario mantenía una participación de 48,7% y 99,8% en los ingresos consolidados y utilidades, respectivamente.

**Negocio Portuario**

- Puerto Ventanas es el puerto privado más importante de la zona central, concentrando un 59,8% de las cargas movilizadas de graneles sólidos dentro de los puertos de la V Región, asimismo, a junio de 2017, representa el 15,9% de la participación de transferencia de carga total de la zona central.
- 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 correspondieron a carbón y concentrados de cobre, las cuales representaron, respectivamente, una participación promedio de 40,9% y 34,4% entre los años 2012 y 2016, alcanzando, a junio de 2017, una participación de 46,4% y 31,7%, respectivamente, observándose una baja diversificación en sus operaciones.
- A diciembre de 2016, la carga total transferida alcanzó las 5.216.119 toneladas, lo que representa una disminución de un 12,0%, respecto de igual periodo de 2015. Esto, asociado principalmente, a una disminución en las cargas transferidas de carbón y concentrado de cobre, parcialmente compensado por el incremento en las cargas movilizadas de ácido y combustibles.
- Al primer trimestre de 2017, se observó un aumento de la carga transferida del orden del 15,5%, respecto de junio de 2016, explicado mayormente por el incremento en la carga transferida de carbón, concentrado de cobre y granos, del orden del 15,2%, 11,2% y 262,0%, respectivamente.

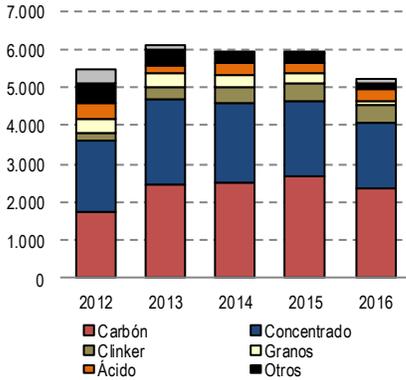
**INFRAESTRUCTURA Y SERVICIOS**

- 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.

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

**Evolución de la carga transferida**

Cifras en miles de toneladas



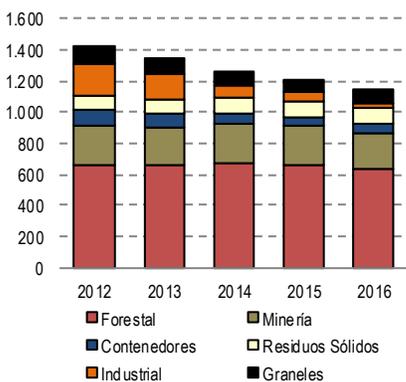
**Principales clientes con contratos a largo plazo**

Puerto Ventanas

Empresa	Producto	Duración De Contrato	Fecha de inicio
Cemento Melón	Clinker	26 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-14
Aes Gener III	Carbón	11 años	ene-10
Imp. De Granos	Granos	Anual	

**Distribución de Fepasa por industria**

Cifras en miles de Ton/Km



- Adicionalmente, posee depósitos para graneles sólidos 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.
- Dichos depósitos consideran una bodega de concentrado de cobre que alcanza, aproximadamente, 5.500 m<sup>2</sup>, con una capacidad para acopiar cerca de 60.000 toneladas; una bodega de granos de 6.000 m<sup>2</sup> para acopiar hasta 45.000 toneladas; y una bodega de carga general de 4.188 m<sup>2</sup> y capacidad para 10.000 toneladas.
- 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.

**PLAN DE INVERSIONES ENFOCADO EN MODERNIZAR SUS INSTALACIONES**

- En 2015, Puerto Ventanas inició un plan de inversiones y modernización de la infraestructura de sus instalaciones, por un monto cercano a los US\$60 millones.
- En línea con lo anterior, en octubre del año 2016, la compañía inauguró una nueva bodega de acopio de graneles sólidos (bodega "La Greda"), de 3.200 m<sup>2</sup> y una capacidad instalada para hasta 46.000 toneladas, lo que representó una inversión cercana a los US\$23 millones. La bodega cuenta con instalaciones de recepción mediante correas transportadoras mecanizadas, permitiendo conexión bimodal para trenes y camiones.
- Asimismo, en 2016, la empresa inició las obras asociadas al proyecto de modernización del Sitio N°3, lo que considera la instalación de 1.100 metros de correas transportadoras encapsuladas (sistema que evita el desprendimiento de material particulado al exterior) y un cargador móvil de hasta 1.500 toneladas por hora (THP), que permite el atraque de buques sin la necesidad de que estos cambien de posición, reduciendo los tiempos de transferencia.

- El proyecto será inaugurado durante el año en curso y consideró una inversión cercana a los US\$32 millones.

- Se espera, considerando los nuevos proyectos, que la sociedad pueda incrementar su nivel de transferencia y eficiencia en los próximos periodos.

**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 en 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 de Estados Unidos de Norte América.

**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 siete regiones 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.

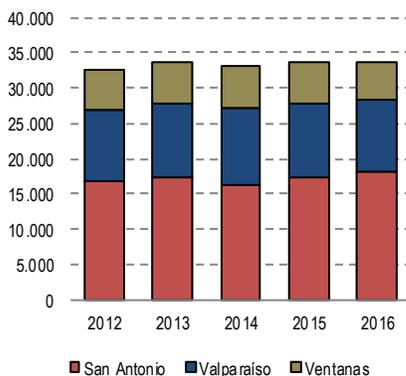
- Los principales activos con que cuenta la empresa son el equipamiento ferroviario y la concesión de Empresa de los Ferrocarriles del Estado (EFE). El derecho a uso de estas vías férreas está incluido en la concesión, que se extiende hasta el 2024, donde Fepasa paga un canon fijo trimestral a EFE y un peaje mensual variable según ton/kms o mantención de las líneas, de acuerdo a la clase de vías que utilice.

Solvencia	A+
Perspectivas	Estables

- 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, Siderúrgica Huachipato y Anglo American, 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.
- En agosto de 2016, el viaducto ubicado sobre el río Toltén sufrió el colapso de parte de su infraestructura, afectando un tren con siete vagones de carga, los cuales transportaban material químico (clorato, petróleo y soda cáustica). El colapso del puente ha redundado en una disminución de la movilización de trozos y de celulosa, afectando los resultados de Fepasa.
- A igual periodo, se observa una disminución de un 10,4% en las toneladas por kilómetro transportadas, tanto en el sector minero, como en otros sectores (agrícola, contenedores e industrial). Con todo, la compañía registró una disminución de un 6,1% en las toneladas por kilómetro transportadas, y una disminución del orden del 2,2% en las toneladas totales movilizadas.
- No obstante, debido mayormente a un aumento transitorio del transporte de concentrado de cobre vía camiones (negocio con menores márgenes que el ferroviario), los ingresos de Fepasa alcanzaron los \$50.564 millones, lo que representa un incremento de un 10,7% respecto de diciembre de 2015.
- Por su parte, a junio de 2017, la compañía exhibe una disminución anual en el nivel de toneladas transportadas por kilómetro de 21,6%, explicado principalmente por la caída del puente sobre el río Toltén, mencionado anteriormente. Además, considera el cese de contratos no rentables en otros sectores (agrícola, contenedores e industrial). De esta forma, los ingresos del negocio ferroviario-rodoviario alcanzaron, durante los primeros 6 meses de 2017, los \$22.712 millones, esto es, un 11,6% menor respecto de igual periodo del año anterior.

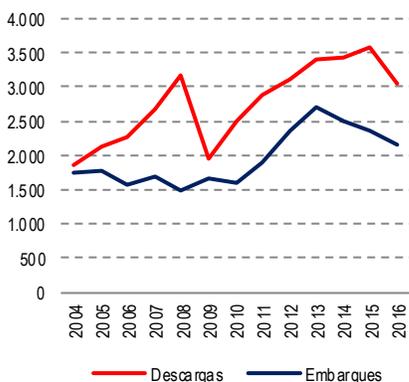
**Toneladas transferidas de los principales puertos de la zona central**

Cifras en miles de toneladas



**Movimiento de cargas Puerto Ventanas**

Cifras en miles de toneladas



**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 un decrecimiento a lo largo del último periodo, 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 80% de la carga movilizada, importaciones y exportaciones, se realizó vía marítima.
- 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

Solvencia  
Perspectivas

A+  
Estables

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 inherente al sector rodoviario, cuya sobreoferta baja los precios, haciéndolos más competitivos -si bien las ventajas en cuanto a capacidad, eficiencia energética y polución por parte del negocio ferroviario debería disminuir este riesgo implícito-.

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

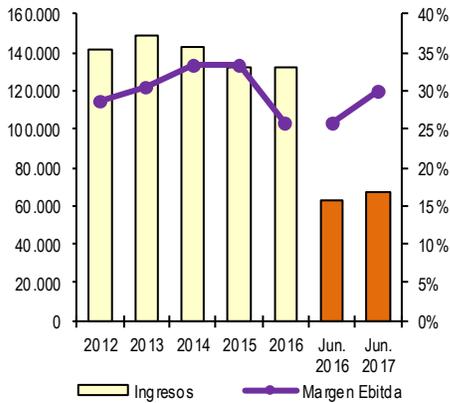
**POSICION FINANCIERA SATISFACTORIO**

**Resultados y márgenes:**

*Incremento en los ingresos consolidados asociados a mayor transferencia de carga en segmento portuario*

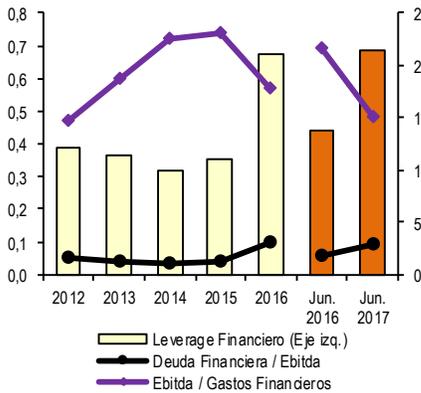
**Evolución de ingresos y márgenes**

Cifras en miles de US\$



- Los ingresos consolidados de la sociedad están compuestos por el segmento portuario y el segmento ferroviario-rodoviario, siendo éste último el que históricamente ha registrado una mayor participación, que a junio de 2017, alcanzó 51,3%. No obstante, estas participaciones varían en términos de utilidades, asociado a las características de cada industria, donde a igual periodo, el segmento portuario alcanza una participación del 99,8%.
- A diciembre de 2016, los ingresos consolidados de la compañía evidencian un aumento anual de un 0,4%, alcanzando los US\$132,4 millones. Esto, debido mayormente a un mayor volumen de concentrado de cobre transportado en el segmento rodoviario (segmento de menor rentabilidad que el ferroviario), lo que compensó la disminución de los ingresos del segmento portuario (6,6%). Adicionalmente, considera la influencia de la disminución en el tipo de cambio promedio sobre los ingresos de Fepasa.
- A igual periodo, la compañía registró un incremento de los costos consolidados de un 11,0%, respecto de diciembre de 2015, asociado principalmente a la movilización transitoria de concentrado de cobre vía camiones en la filial Fepasa. De esta forma, el margen ebitda alcanzó 25,8% (33,2% en 2015).
- A su vez, a junio de 2017, los ingresos consolidados de la compañía alcanzaron los US\$67,1 millones, esto es, un 5,9% superior respecto de igual periodo del año anterior, explicado principalmente por una mayor carga transferida de concentrado de cobre y carbón (a 2016 la carga transferida de carbón estaba influenciada por el mayor stock mantenido por los clientes del rubro eléctrico).
- Cabe señalar que, al segundo trimestre de 2017, el segmento ferroviario-rodoviario, movilizó un 21,6% menos de carga en términos de toneladas por kilómetro, respecto de junio de 2016, asociado, principalmente, al desprendimiento de parte de la infraestructura del puente sobre el río Toltén -en agosto de 2016-, que afectó el transporte de carga de trozos forestales y celulosa. Lo anterior, implicó una disminución anual de los ingresos ordinarios de Fepasa de un 11,6% (7,6% expresado en dólares).
- Por su parte, la estructura de costos de la compañía alcanzó, a junio de 2017, los US\$52,2 millones, manteniéndose relativamente estable respecto de igual periodo del año anterior. Esto, producto principalmente de una disminución en la actividad ferroviaria y rodoviaria (segmentos de menor rentabilidad con respecto al sector portuario). De esta forma, el margen ebitda alcanzó 30,0%, en comparación a 25,7% que registró la compañía a junio de 2016.

**Evolución endeudamiento e indicadores de solvencia**



**Indicadores Relevantes de Fepasa**

Millones de pesos

	2015	2016	Jun. 16	Jun. 17
Ingresos	45.682	50.564	25.694	22.712
Ebitda	5.970	3.271	2.165	2.448
Gastos financieros	317.039	575.095	226.852	515.598
Deuda financiera	8.634	17.631	13.211	20.888
Caja y equivalentes	1.418	965	300	1.997
Activos	83.236	92.143	88.722	96.427
Patrimonio	67.415	66.514	67.097	66.539
Dividendos repartidos	1.736	1.430	1.413	0
Utilidad	2.860	-329	362	35
Margen Ebitda	13,07%	6,47%	8,43%	10,78%
Endeudamiento	0,2	0,4	0,3	0,4
Endeudamiento Financiero	0,1	0,3	0,2	0,3
Ebitda / Gastos Financieros	18,8	5,7	9,5	4,7
Deuda Financiera / Ebitda*	1,4	5,4	2,7	5,2
Deuda Financiera Neta / Ebitda*	1,2	5,1	2,6	5,3
Liquidez corriente	0,7	1,3	0,6	1,3

\*Indicadores a junio anualizados

- Es importante mencionar que, gran parte de los ingresos de la compañía están indexados al dólar, mientras que posee una estructura de costos en pesos, generando una exposición a variaciones de tipo de cambio, mitigada por coberturas *forward*.

**Endeudamiento y cobertura financiera:**

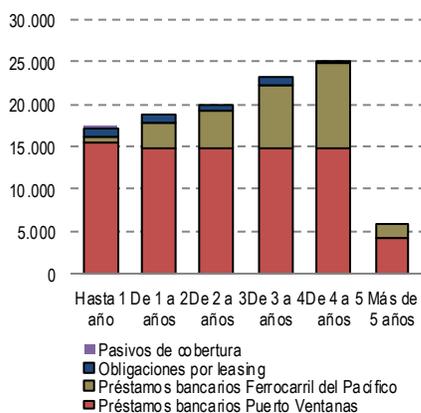
*Aumento del nivel de endeudamiento financiero conforme al plan de inversiones desarrollado por la compañía*

- A junio de 2017, el stock de deuda financiera alcanzó los US\$110,2 millones, lo que representa un incremento de un 59,8% respecto de igual periodo de 2016, asociado al plan de inversiones de la compañía. Los vencimientos están compuestos principalmente por créditos bancarios (96,3%), con cerca del 84,4% de la deuda estructurada en el largo plazo. Asimismo, el 96,4% de la deuda financiera de la compañía se encuentra a tasa variable generando una exposición en los flujos.
- Respecto de la filial Fepasa, a junio de 2017, representaba un 28,5% de las obligaciones financieras consolidadas de Puerto Ventanas, alcanzando los US\$31,4 millones y con un perfil financiero estructurado principalmente en el largo plazo.

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

### Perfil de vencimientos

Cifras en miles de US\$ a junio de 2017



### Principales Fuentes de Liquidez

- Caja y equivalentes a junio de 2017 por US\$13,9 millones.
- Una generación consistente con un margen ebitda en el rango considerado en nuestro escenario base.

### Principales Usos de Liquidez

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

- 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 términos de índices de cobertura, el ratio de deuda financiera neta sobre ebitda alcanzó las 2,5 veces a diciembre de 2016 y junio de 2017, superior a lo alcanzado en periodos anteriores. Esto, explicado principalmente por el mayor nivel de deuda financiera contraído por la compañía.
- En línea con lo anterior, la cobertura de ebitda sobre gastos financieros alcanzó, a junio de 2017, las 15,0 veces, en comparación a las 17,8 veces de diciembre de 2016 y las 21,6 veces de junio del periodo anterior.

### Liquidez: Satisfactoria

- Puerto Ventanas contaba, a junio de 2017, con una liquidez calificada como "Satisfactoria". Esto, en consideración a un nivel de caja y equivalentes de US\$13,9 millones y una generación de flujos operacionales (FCNOA), que en términos anuales, alcanzaba US\$30,1 millones, en comparación con vencimientos de deuda financiera de corto plazo por cerca de US\$17,2 millones.
- Adicionalmente, la liquidez se ve favorecida por la disponibilidad de líneas de crédito no comprometidas por US\$35 millones, las cuales, a junio de 2017 se encontraban sin uso.
- La compañía cuenta con una buena flexibilidad financiera, la cual se ve favorecida por un acceso al mercado financiero respaldado por el hecho de estar controlado mayoritariamente por Sigdo Koppers.
- La compañía tiene como política repartir a los accionistas el 30% sobre las utilidades líquidas consolidadas de cada ejercicio, sin embargo, la política efectiva de los últimos periodos ha sido en torno a 70% y 80%, generado presión sobre la liquidez de la compañía.

### 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 2,78% y una rotación de 1,34%, a septiembre de 2017.
- El Directorio de la compañía está conformado por 7 miembros, de los cuales 1 es independiente, 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 del directorio 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 específica de relación con los inversionistas, sin embargo, existe una persona dependiente de la Gerencia de Administración y Finanzas, encargada de proporcionar información a los inversionistas cuyo nombre y datos de contacto figuran en publicados en la página web de la compañía, sin perjuicio de lo anterior, la empresa publica en su página web información para sus accionistas, tales como memoria anual y estados financieros trimestrales.

Solvencia	19 Nov .2010	28 Oct. 2011	31 Oct. 2012	30 Oct. 2013	30 Oct. 2014	30 Oct. 2015	28 Oct. 2016	31 Oct. 2017
Perspectivas	A+							
Acciones Serie Única	Estables							
	1ª Clase Nivel 3							

### Resumen Financiero Consolidado

Miles de dólares

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Jun. 2016	Jun. 2017
Ingresos Ordinarios	103.932	107.672	159.076	141.473	149.135	142.427	131.832	132.398	63.343	67.063
Ebitda <sup>(1)</sup>	30.409	30.092	40.890	40.413	45.514	47.557	43.794	34.174	16.290	20.131
Resultado Operacional	18.204	18.774	28.679	29.345	33.838	37.126	33.953	23.783	11.178	14.906
Ingresos Financieros	354	198	481	538	452	180	201	197	75	101
Gastos Financieros	-3.979	-2.820	-2.443	-2.747	-2.432	-2.110	-1.897	-1.917	-857	-1.467
Ganancia (Pérdida) del Ejercicio	12.998	14.208	21.623	20.130	24.282	28.197	27.030	19.210	9.644	10.441
Flujo Caja Neto de la Operación (FCNO)	26.785	25.516	55.815	38.834	41.195	31.458	37.682	28.667	16.159	14.899
Flujo Caja Neto de la Operación Ajustado (FCNOA)	30.113	28.166	58.071	40.924	42.932	32.942	38.679	30.413	16.755	16.408
FCNO Libre de Intereses Netos y Dividendos Pagados	26.785	25.516	55.815	38.834	41.195	31.458	37.682	28.667	16.159	14.899
Inversiones en Activos Fijos Netas	-4.218	-2.404	-16.664	-28.271	-14.830	-7.987	-20.712	-45.373	-21.247	-17.031
Inversiones en Acciones										
Flujo de Caja Libre Operacional	22.567	23.112	39.151	10.563	26.365	23.471	16.970	-16.706	-5.088	-2.132
Dividendos Pagados	-10.470	-7.742	-34.873	-13.358	-19.716	-18.145	-21.297	-18.045	-10.500	-8.867
Flujo de Caja Disponible	12.097	15.370	4.278	-2.795	6.649	5.326	-4.327	-34.751	-15.588	-10.999
Movimiento en Empresas Relacionadas										
Otros Movimientos de Inversiones										
Flujo de Caja Antes de Financiamiento	12.097	15.370	4.278	-2.795	6.649	5.326	-4.327	-34.751	-15.588	-10.999
Variación de Capital Patrimonial										
Variación de Deudas Financieras	-7.368	-15.154	20.512	1.364	-4.819	-6.940	3.574	47.174	12.158	3.037
Otros Movimientos de Financiamiento	-2.633	1.259	-1.769	1.017	-531	-675	-572	227	350	1
Financiamiento con Empresas Relacionadas			-16.952			-1.438				
Flujo de Caja Neto del Ejercicio	2.096	1.475	6.069	-414	1.299	-3.727	-1.325	12.650	-3.080	-7.961
Caja Inicial	3.761	5.857	7.332	13.401	12.987	14.286	10.559	9.234	9.234	21.884
Caja Final	5.857	7.332	13.401	12.987	14.286	10.559	9.234	21.884	6.154	13.923
Caja y equivalentes	5.857	7.332	13.401	12.987	14.286	10.559	9.234	21.884	6.154	13.923
Cuentas por Cobrar Clientes	17.973	21.627	28.964	28.288	23.578	26.894	23.802	30.191	26.589	35.994
Inventario	524	532	577	753	1.131	1.327	1.915	2.913	2.673	2.999
Deuda Financiera	71.252	62.413	61.956	67.078	60.846	50.459	52.697	106.690	68.948	110.183
Activos Clasificados para la Venta				5.376						
Activos Totales	280.732	287.923	262.958	289.425	260.743	244.271	235.297	300.188	264.093	309.626
Pasivos Totales	113.913	107.642	105.153	115.784	94.179	85.109	86.478	142.175	108.611	149.201
Patrimonio + Interés Minoritario	166.819	180.281	157.805	173.641	166.564	159.162	148.819	158.013	155.482	160.425

(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	2014	2015	2016	Jun. 2016	Jun. 2017
Margen Bruto	26,7%	26,5%	26,6%	30,6%	32,6%	36,3%	36,7%	30,4%	29,3%	34,5%
Margen Operacional (%)	17,5%	17,4%	18,0%	20,7%	22,7%	26,1%	25,8%	18,0%	17,6%	22,2%
Margen Ebitda (%)	29,3%	27,9%	25,7%	28,6%	30,5%	33,4%	33,2%	25,8%	25,7%	30,0%
Rentabilidad Patrimonial (%)	7,8%	7,9%	13,7%	11,6%	14,6%	17,7%	18,2%	12,2%	14,2%	12,5%
Costo/Ventas	73,3%	73,5%	73,4%	69,4%	67,4%	63,7%	63,3%	69,6%	70,7%	65,5%
Gav/Ventas	9,2%	9,1%	8,6%	9,8%	9,9%	10,2%	11,0%	12,5%	11,7%	12,3%
Días de Cobro <sup>(2)</sup>	52,3	60,8	55,1	60,5	47,8	57,1	54,6	69,0	62,9	80,0
Días de Pago <sup>(2)</sup>	27,5	40,5	29,7	50,0	46,2	39,4	45,1	58,2	64,6	70,6
Días de Inventario <sup>(2)</sup>	2,5	2,4	1,8	2,8	4,1	5,3	8,3	11,4	11,1	11,8
Endeudamiento Total	0,7	0,6	0,7	0,7	0,6	0,5	0,6	0,9	0,7	0,9
Endeudamiento Financiero	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4	0,3	0,4	0,7	0,4	0,7
Endeudamiento Financiero Neto	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,5	0,4	0,6
Deuda Financiera / Ebitda <sup>(1) (2)</sup> (vc)	2,3	2,1	1,5	1,7	1,3	1,1	1,2	3,1	1,9	2,9
Deuda Financiera Neta / Ebitda <sup>(1) (2)</sup> (vc)	2,2	1,8	1,2	1,3	1,0	0,8	1,0	2,5	1,7	2,5
Ebitda <sup>(1)</sup> / Gastos Financieros(vc)	7,6	10,7	16,7	14,7	18,7	22,5	23,1	17,8	21,6	15,0
FCNOA <sup>(2)</sup> / Deuda Financiera (%)	42,3%	45,1%	93,7%	61,0%	70,6%	65,3%	73,4%	28,5%	43,1%	27,3%
FCNOA <sup>(2)</sup> / Deuda Financiera Neta (%)	46,0%	51,1%	119,6%	75,7%	92,2%	82,6%	89,0%	35,9%	47,3%	31,2%
Liquidez Corriente (vc)	0,8	1,0	1,3	1,7	1,2	1,2	1,1	1,8	0,8	1,3

(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>	2,78%
Rotación <sup>(1)</sup>	1,34%
Free Float <sup>(2)</sup>	29,15%
Política de dividendos efectiva	80% de las utilidades líquidas del ejercicio
Participación Institucionales <sup>(2)</sup>	<5%
Directores Independientes	Uno de un total de siete

(1) Al 30 de septiembre de 2017.

(2) Al 16 de octubre de 2017.

## 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 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.

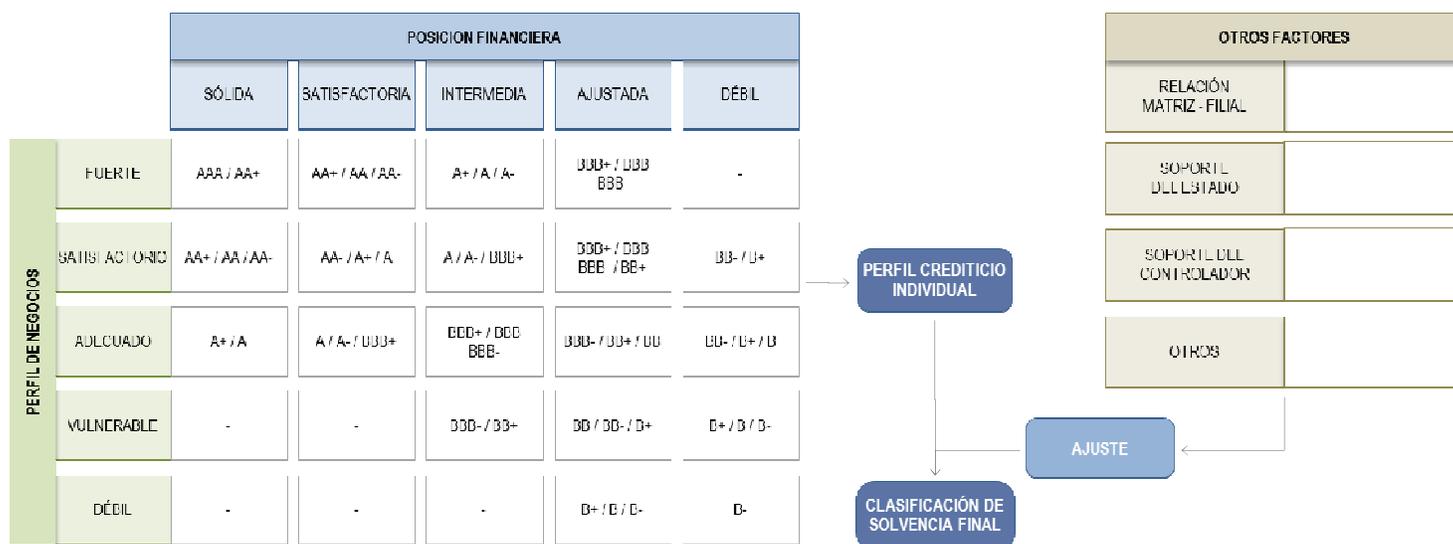
- CW Positivo: la clasificación puede subir.
- CW Negativo: la clasificación puede bajar.
- CW En desarrollo: la clasificación puede subir, bajar o ser confirmada.

## 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.