

	Dic. 2018	Oct. 2019
Solvencia	A+	A+
Perspectivas	Estables	Estables

* Detalle de clasificaciones en Anexo

Indicadores Relevantes (1)			
	2017	2018	Jun. 19
Margen operacional	21,9%	21,6%	20,1%
Margen Bruto	33,8%	31,9%	29,4%
Margen Ebitda	29,6%	30,1%	27,8%
Endeudamiento total	1,0	1,0	1,0
Endeudamiento financiero	0,7	0,7	0,7
Endeudamiento financiero neto	0,5	0,6	0,6
Ebitda / Gastos Financieros	13,2	11,6	11,0
Deuda Financiera / Ebitda	2,9	2,3	2,2
Deuda Financiera Neta / Ebitda	2,3	2,1	2,0
FCNOA/ Deuda Financiera	46,4%	21,8%	29,8%

(1) Indicadores a junio actualizados.

Perfil de Negocios: Satisfactorio					
Principales Aspectos Evaluados	Débil	Vulnerable	Adecuado	Satisfactorio	Fuerte
Sinergias con Fepasa					
Sensibilidad al ciclo económico					
Exposición a descarbonización por Cierre de plantas termoeléctricas					
Posición Financiera: Satisfactoria					
Principales Aspectos Evaluados	Débil	Ajustada	Intermedia	Satisfactoria	Sólida
Riesgo cambiario					
Coberturas y endeudamiento					
Liquidez					

Fundamentos

La clasificación "A+" asignada a la solvencia de Puerto Ventanas 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.

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

Además, mantiene el control de 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.

A junio de 2019, los ingresos consolidados de la compañía alcanzaron los US\$ 90,4 millones, un 20,1% superior respecto de igual periodo del año anterior. Este aumento se explica, principalmente, por mayores cargas transferidas de concentrado de cobre, granos y ácido en el segmento portuario, y por un incremento en los servicios de transporte de concentrado de cobre y de escoria en el segmento ferroviario.

A igual periodo, el ebitda de la sociedad registró un incremento anual de un 31%,

reflejando, mayoritariamente, el mayor volumen de carga transferida y transportada, en conjunto con la contención en la estructura de costos. Así, el margen ebitda alcanzó un 27,8% (27,1% a junio de 2018).

En el año 2017, la compañía finalizó un relevante plan de inversión, el que conllevó que el stock de deuda financiera pasara desde los US\$ 52,7 millones en 2015, hasta los US\$ 116,1 millones en 2017, manteniéndose relativamente estable en los últimos años. Al primer semestre de 2019, la positiva evolución de la generación de ebitda permitió alcanzar un ratio de deuda financiera neta sobre ebitda de 2 veces (2,6 veces a junio de 2018). No obstante, no pudo compensar los mayores costos financieros asociados al aumento de la deuda, resultando en un índice de cobertura de 11 veces (11,8 a igual periodo del año anterior).

A junio de 2019, la compañía contaba con una liquidez "Sólida". Ello considera un nivel de caja por US\$ 7,7 millones y una generación de flujos (FCNOA) que, en términos anuales, alcanzaba los US\$ 34,9 millones, en comparación con vencimientos de deuda en el corto plazo por US\$ 13,6 millones.

Perspectivas: Estables

ESCENARIO DE BASE: Incorpora una contención en el financiamiento externo, con un plan de inversiones asociado principalmente a mantenimiento. Además, se espera que la empresa mantenga sus niveles de actividad, mejorando la eficiencia operacional y sus márgenes debido a la maduración de los proyectos ya realizados y la reconstrucción del puente Toltén.

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 prevé 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.
- Exposición a descarbonización por cierre de plantas termoeléctricas.

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

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 51,8% 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. A su vez, Fepasa mantiene el control de Transportes Fepasa Ltda., sociedad orientada al transporte de carga en camiones.
- De esta manera, la sociedad matriz posee filiales estructuradas como áreas de negocio, las cuales participan a nivel consolidado en las industrias portuaria y transporte de cargas, mediante su segmento ferroviario-rodoviario.
- Históricamente, la mayor parte de los ingresos de la compañía han provenidos del segmento ferroviario-rodoviario, el cual, a junio de 2019, representó un 58,3% de los ingresos consolidados (59% a junio de 2018).

Sin embargo, en términos de generación de Ebitda, el segmento portuario exhibe una mayor participación, asociado a mayores márgenes de este. De esta forma, al segundo trimestre de 2019, el segmento portuario representó un 73% de la generación de Ebitda consolidado (67% a junio del año anterior).

Negocio Portuario

- Puerto Ventanas es el puerto privado más importante de la zona central, concentrando un 55,4% de las cargas movilizadas de graneles sólidos dentro de los puertos de la V Región. Por su parte, en términos de carga total transferida en la zona central, representó, a junio de 2019, un 14,8% (14,7% a junio de 2018). Al respecto, Puerto San Antonio representó un 59,2% y Puerto Valparaíso el 26% restante.
- 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.
- Históricamente, las operaciones de carga de la compañía más relevantes en términos de volumen han correspondido a las transferencias de carbón y concentrado de cobre, las que entre los años 2012 y 2018 representaron, en promedio, un 41% y 34,3%, respectivamente. A junio de 2019, dichas operaciones continúan siendo las de mayor participación, no obstante, se observa una mayor preponderancia de concentrado de cobre con un 40,2%, mientras que carbón representó un 35,4%, rompiendo la tendencia que había evidenciado la compañía desde el año 2013.
- A diciembre de 2018, la carga total transferida alcanzó las 5.832.591 toneladas, registrando un crecimiento anual de un 7,8%. Asimismo, a junio de 2019, la carga total evidenció un aumento de un 3,7% respecto de junio de 2018, lo que se explica, mayoritariamente, por un incremento en las cargas transferidas de concentrado de cobre y clinker, situación que compensó la menor demanda por carbón que resultó en una disminución anual de la carga transferida de dicho insumo en un 13,8%.

— INFRAESTRUCTURA Y SERVICIOS

- La infraestructura del puerto cuenta con un muelle con un largo de, aproximadamente, 950 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 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 bodegas de concentrado de cobre que alcanzan, aproximadamente, 13.172 m², con una capacidad de almacenamiento de 240.000 toneladas;

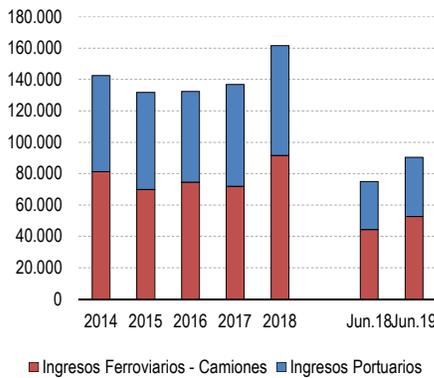
Propiedad

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*

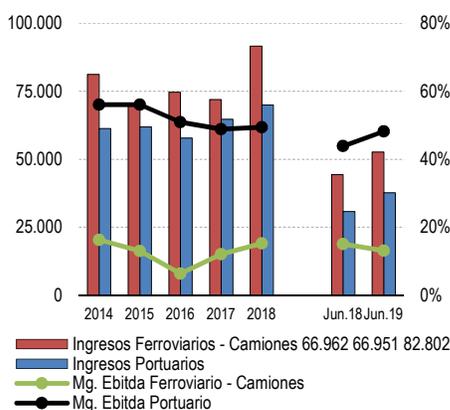
Cifras en miles de US\$



(*) En base a información presente en la Nota 24 de los estados financieros, cálculo considera "eliminaciones y otras".

Resultados por segmento*

Cifras en miles de US\$

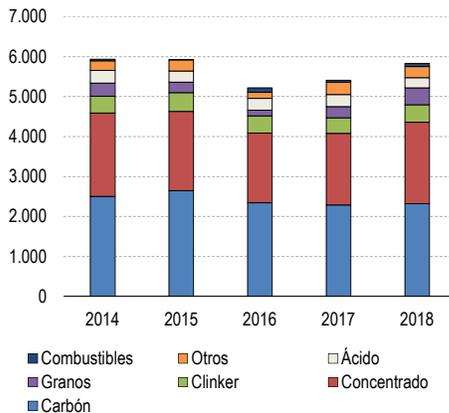


(*) En base a información presente en la Nota 24 de los estados financieros, cálculo considera "eliminaciones y otras".

Solvencia	A+
Perspectivas	Estables

Evolución de la carga transferida

Cifras en miles de toneladas



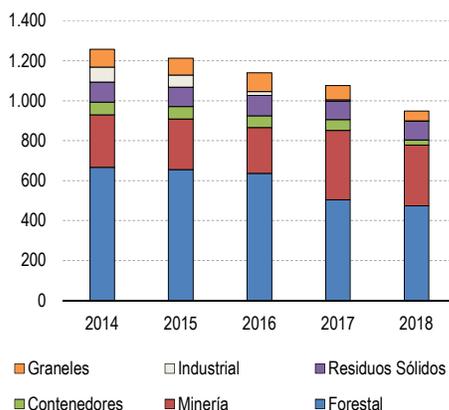
Principales clientes con contratos a largo plazo

Puerto Ventanas

Empresa	Producto	Duración de Contrato	Inicio de contrato
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	Carbón	Indefinido	ene-14
Imp. De Granos	Granos	5 años	2018
Enex	Diesel	30 años	may-17

Distribución de cargas transportadas por industria - FEPASA

Cifras en miles de Ton/Km



- una bodega de granos de 6.000 m² para acopiar hasta 67.000 toneladas; y una bodega de carga general de 4.188 m² y capacidad para 10.000 toneladas, con proyección de 15.000 toneladas.
- En 2017, la empresa finalizó las obras asociadas al proyecto de modernización del Sitio N°3, el cual consideró una inversión cercana a los US\$ 34,5 millones. El proyecto significó 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.
- En 2018, la compañía inauguró el proyecto de modernización del sistema de transferencia de concentrado de cobre, el que consideró el montaje de un *shiploader* con capacidad de 1.500 toneladas por hora. Dicha inversión permitió a Puerto Ventanas disminuir los tiempos de embarque y tener una mayor disponibilidad de ocupación de los sitios en el muelle. Al respecto, permitió compensar, en parte, las marejadas que afectaron a la entidad durante 2018, las que provocaron el cierre del puerto por 112 días.
- Se espera, considerando los últimos 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, tales como Codelco (clasificada en "AAA/Estables" por Feller Rate), Enap (clasificada en "AAA/Estables" por Feller Rate), Aes Gener (clasificada en "A+/Positivas" por Feller Rate), entre otros. Lo anterior, 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.
- Por otro lado, cabe mencionar que, durante el año 2019, el gobierno anunció un plan de descarbonización, el que implicará el cierre de la totalidad de las centrales que utilizan esta tecnología en el mediano plazo. De esta forma, Puerto Ventanas espera efectos relevantes en el nivel de transferencia de carga a partir del año 2024, lo que implicará que la compañía tendrá que hacer un esfuerzo comercial hacia otros segmentos para poder mantener su nivel de actividad actual.

Feller-Rate monitoreará los posibles efectos sobre su perfil de negocios y sobre su posición financiera, en atención a la alta importancia relativa de la transferencia de carbón sobre sus resultados.

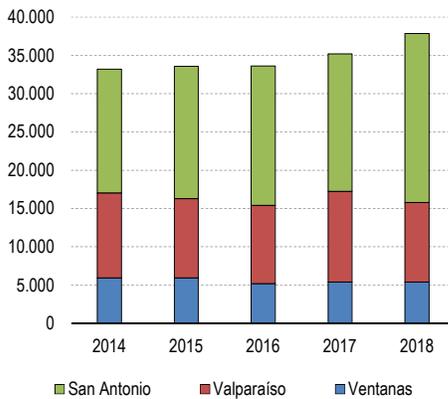
Negocio Ferroviario

- 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 y Penco.
- 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 con 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

Solvencia	A+
Perspectivas	Estables

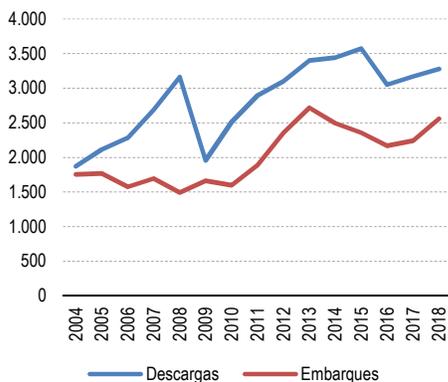
Toneladas transferidas de los principales puertos de la zona central

Cifras en miles de toneladas



Movimiento de cargas Puerto Ventanas

Cifras en miles de toneladas



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, Cervecera CCU Chile, KDM, Anglo American, Enex, entre otros. Los cuales cuentan con infraestructura diseñada para trabajar con el sistema de transporte ferroviario.
- Desde el año 2016, la operación de FEPASA se ha visto impactada por el colapso de parte de la infraestructura del viaducto ubicado sobre el río Toltén. Lo anterior, causó una disminución de la movilización de trozos de madera y celulosa, afectando los resultados de la compañía. No obstante, la compañía ha mitigado parcialmente este efecto logrando redirigir las transferencias de carga por vías alternativas para suplir la ausencia de este tramo.
- Al cierre de 2017, se observó una disminución de un 16,7% en las toneladas por kilómetro transportadas, esto se debe principalmente al colapso del puente Toltén, en conjunto con el termino de contratos no rentables. Lo anterior, llevó a una disminución de un 10,7% en el transporte de carga en el sector forestal, acompañado de mermas importantes en el transporte para sectores industrial y graneles, que se vieron compensadas en menor medida por un incremento del 60% en el sector minero, asociado a una mayor actividad de Codelco.
- A diciembre de 2018, FEPASA alcanzó, aproximadamente, los 7,6 millones de toneladas transportadas, registrando un aumento de un 16,6% respecto de igual periodo del año anterior. Esto, se debe mayoritariamente por un mayor movimiento de concentrado de cobre, en conjunto con una evolución favorable en el transporte de trozos forestales y celulosa.

Cabe destacar que el puente sobre el río Toltén continúa inhabilitado, a lo que se suma la caída del puente ferroviario sobre el río Cautín ocurrida a mediados del año 2018. Lo anterior, deja la red interrumpida para el tránsito de celulosa desde el sur de las cercanías de la ciudad de Temuco hacia los puertos de la Región del Biobío y viceversa, lo que la compañía ha logrado sortear mediante la operación desde Temuco, con mayores costos operacionales.

Al respecto, la compañía ha compensado los mayores costos con una serie de medidas tales como la internalización del mantenimiento de carros en la zona sur, el cierre del taller de servicios de Penco y un control de costos y gastos de la administración, entre otros.

Industria de transporte altamente ligada a ciclos económicos

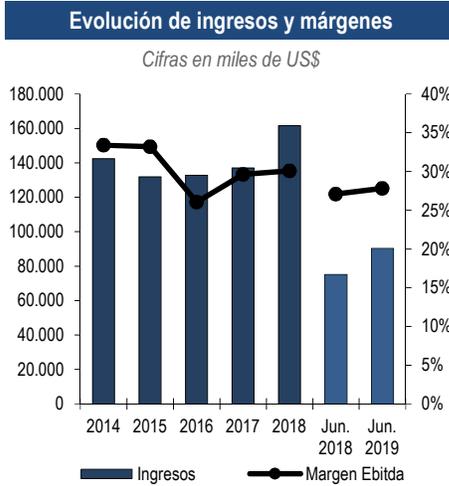
- El crecimiento y proyección de las áreas del negocio de cargas tienen relación directa con la actividad comercial externa, enmarcada dentro de la compra y venta de *commodities*, materias primas, bienes de capital, productos semielaborados y productos terminados.
- En la zona central del país, se concentra 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 cierre de 2018, la transferencia de cargas de la industria alcanzó los 125 millones de toneladas, lo que se compara positivamente con los 112 millones de toneladas registradas al cierre de 2017. Ello, 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 90% de la carga movilizada, tanto importaciones como exportaciones, se realizó vía marítima.
- 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.
- Además, es importante de destacar la fuerte competencia inherente al sector rodoviario, cuya sobreoferta presiona los precios a la baja, haciéndolos más competitivos.

Solvencia	A+
Perspectivas	Estables

POSICION FINANCIERA SATISFACTORIO

Resultados y márgenes:

Crecimiento en los ingresos consolidados asociado a una mayor actividad tanto en el segmento ferroviario-rodoviario, como portuario



Indicadores Relevantes de Fepasa

Cifras en millones de pesos

	2017	2018	Jun.18	Jun.19
Ingresos	46.693	58.849	27.111	35.590
Ebitda	5.807	9.002	4.086	4.722
Gastos financieros	1058	836	455	440
Deuda financiera	20.472	17.876	18.543	20.437
Caja y equivalentes	548	1.052	386	1.458
Activos	96.079	97.482	93.195	105.322
Patrimonio	66.918	69.144	67.662	70.341
Dividendos repartidos	0	491	346	636
Utilidad	576	3.180	1.060	1.711
Margen Ebitda	12,4%	15,3%	15,1%	13,3%
Endeudamiento	0,4	0,4	0,4	0,5
Endeudamiento Financiero	0,3	0,3	0,3	0,3
Ebitda / Gastos Financieros	5,5	10,8	9,0	10,7
Deuda Financiera / Ebitda*	3,5	2,0	2,5	2,1
Deuda Financiera Neta / Ebitda*	3,4	1,9	2,4	2,0
Liquidez corriente	1,7	1,6	1,9	1,3

*Indicadores a junio se encuentran anualizados

➤ Los ingresos consolidados de la sociedad están compuestos por el segmento portuario y el segmento ferroviario-rodoviario, siendo este último el que históricamente ha registrado una mayor importancia, alcanzando, a junio de 2019, un 58,3%. No obstante, estas ponderaciones varían en términos de generación de Ebitda, donde a igual fecha, el segmento portuario exhibió una participación del 72,6% del ebitda consolidado.

➤ A diciembre de 2018, los ingresos consolidados alcanzaron los US\$ 161,7 millones, registrando un crecimiento de un 18% respecto de igual periodo del año anterior. Ello, producto principalmente a un mayor nivel de transportes realizados a clientes del sector minero que impulsaron un aumento en los ingresos del negocio ferroviario-rodoviario del 28,2%. Adicionalmente, considera un incremento anual de un 8,1% en los ingresos del segmento portuario, asociado a mayores cargas de concentrado de cobre, Clinker, granos, combustibles y carbón.

➤ A igual periodo, la generación de Ebitda registró un alza de un 19,8%, alcanzando los US\$ 48,6 millones. Lo anterior, se debe a una mayor actividad en el segmento portuario, el cual, al cierre de 2018, presenta mejores márgenes. A su vez, considera el plan de reestructuración llevado a cabo por FEPASA, lo que incorpora la internalización del mantenimiento de carros en la zona sur, el cierre del taller de Penco y mayores controles en los costos de la operación y gastos de la administración, resultando en un mayor margen individual respecto del cierre de 2017.

De esta forma, a diciembre de 2018 el margen Ebitda consolidado alcanzó un 30,1%, desde el 29,6% registrado a igual periodo de 2017.

➤ A junio de 2019, el importante crecimiento en los ingresos ordinarios registrado tanto en el segmento portuario (22,5%) como en el rodoviario-ferroviario (18,9%), permitió que los ingresos consolidados alcanzaran los US\$ 90,4 millones (US\$ 75,3 millones a junio de 2018). Lo anterior, asociado a mayores cargas transferidas de concentrado cobre, granos y ácido en el segmento portuario, y mayores servicios para transporte de concentrado de cobre y de escoria en el segmento ferroviario-rodoviario.

➤ A igual periodo, la mayor actividad, en conjunto con la contención en la estructura de costos, resultaron en un margen Ebitda de un 27,8%, cifra que se compara positivamente con el 27,1% alcanzado a junio de 2018.

➤ Por otro lado, la capacidad de pago de la compañía (medida a través del indicador: flujo de caja neto operacional ajustado de intereses (FCNOA) sobre deuda financiera) se ha mantenido sobre un 20% para todo el periodo evaluado, promediando un 52,4% entre los años 2012 y 2018. En tanto, a junio de 2019, dicho indicador alcanzaba un 29,8%.

➤ 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:

Nivel de endeudamiento financiero levemente superior, conforme al término de inversiones importantes desarrolladas por la compañía

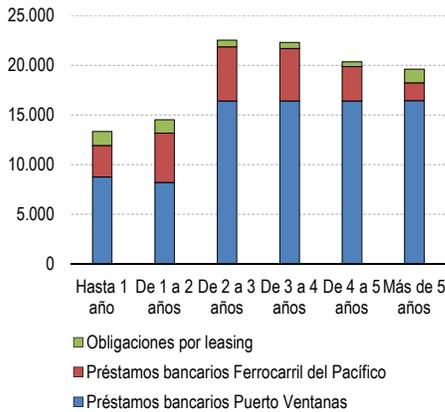
➤ A junio de 2019, el stock de deuda financiera alcanzó los US\$ 116,8 millones, lo que representa un incremento de un 4,3% respecto de junio de 2018. Los vencimientos están compuestos principalmente por créditos bancarios (91,4%) y, en menor medida, a arrendamiento (5,1%) y pasivos de cobertura (3,5%).

➤ La deuda se encuentra estructurada principalmente en el largo plazo (88,4%) y se encuentra en su mayoría (94,8%) pactada a tasa variable, generando una exposición en los flujos. No obstante, la empresa mantiene cobertura mediante swap de tasas, lo que permite minimizar la exposición a este riesgo.

Solvencia	A+
Perspectivas	Estables

Perfil de vencimientos

Cifras en miles de US\$ a junio de 2019



Principales Fuentes de Liquidez

- Caja y equivalentes, a junio de 2019, por US\$ 7,7 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.

- En cuanto a Fepasa, al primer semestre de 2019, mantiene vencimientos financieros por US\$ 30,1 millones, representando un 25,8% del total consolidado, con un perfil financiero estructurado mayoritariamente en el largo plazo.
- Esta última ha mantenido históricamente un comportamiento conservador y una cierta flexibilidad en lo referente al pago de dividendos, junto con una adecuada capacidad de generación de excedentes de flujos de efectivo para la empresa, 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 cuanto a los indicadores de cobertura, el ratio de deuda financiera neta sobre Ebitda alcanzó las 2 veces a junio de 2019, por debajo de las 2,6 veces registradas a igual periodo del año anterior.
- Por su parte, a igual periodo, la cobertura de Ebitda sobre gastos financieros alcanzó las 11 veces (11,8 veces a junio de 2018), donde la disminución se explica por un incremento en los costos financieros, asociado a la composición de la deuda actual, la que incorpora la reestructuración de pasivos de la matriz durante mayo del 2018.

Liquidez: Solida

- A junio de 2019, Puerto Ventanas contaba con una liquidez calificada como "Sólida". Esto, en consideración a un nivel de caja y equivalentes por US\$ 7,7 millones y una generación de flujos provenientes de la operación (FCNOA) que, considerando 12 meses, alcanzaba los US\$ 34,9 millones, en comparación con vencimientos de deuda financiera en el corto plazo por cerca de US\$ 13,6 millones.
- Adicionalmente, la liquidez se ve favorecida por la disponibilidad de líneas de crédito no comprometidas por US\$ 32,2 millones, las cuales, a junio de 2019, 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 de 80%.

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 3,9% y una rotación de 2,5%, a septiembre de 2019.
- 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 se encuentran 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	31 Oct. 2012	30 Oct. 2013	30 Oct. 2014	30 Oct. 2015	28 Oct. 2016	31 Oct. 2017	31 Oct. 2018	30 Oct. 2019
Perspectivas	A+							
Acciones Serie Única	Estables							
	1ª Clase Nivel 3							

Resumen Financiero Consolidado

Cifras en miles de dólares

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Jun. 2018	Jun. 2019
Ingresos Ordinarios	141.499	149.165	142.427	131.836	132.816	137.044	161.678	75.288	90.449
Ebitda ⁽¹⁾	40.439	45.544	47.557	43.798	34.592	40.586	48.614	20.387	25.163
Resultado Operacional	29.371	33.868	37.126	33.957	24.201	30.021	34.955	14.461	18.155
Ingresos Financieros	538	452	180	201	197	154	229	134	136
Gastos Financieros	-2.747	-2.432	-2.110	-1.897	-1.917	-3.065	-4.181	-1.865	-2.547
Ganancia (Pérdida) del Ejercicio	20.130	24.282	28.197	27.030	19.210	20.487	23.726	9.306	12.147
Flujo Caja Neto de la Operación (FCNO)	38.834	41.195	31.458	37.682	28.667	49.926	20.138	4.816	14.841
Flujo Caja Neto de la Operación Ajustado (FCNOA)	40.924	42.932	32.942	38.679	30.413	53.847	23.928	6.311	17.233
FCNO Libre de Intereses Netos y Dividendos Pagados	38.834	41.195	31.458	37.682	28.667	49.926	20.138	4.816	14.841
Inversiones en Activos Fijos Netas	-28.271	-14.830	-7.987	-20.712	-45.373	-39.041	-17.899	-13.008	-4.618
Inversiones en Acciones									
Flujo de Caja Libre Operacional	10.563	26.365	23.471	16.970	-16.706	10.885	2.239	-8.192	10.223
Dividendos Pagados	-13.358	-19.716	-18.145	-21.297	-18.045	-16.539	-13.831	-5.536	-9.190
Flujo de Caja Disponible	-2.795	6.649	5.326	-4.327	-34.751	-5.654	-11.592	-13.728	1.033
Movimiento en Empresas Relacionadas									
Otros Movimientos de Inversiones									
Flujo de Caja Antes de Financiamiento	-2.795	6.649	5.326	-4.327	-34.751	-5.654	-11.592	-13.728	1.033
Variación de Capital Patrimonial							2		
Variación de Deudas Financieras	1.364	-4.819	-6.940	3.574	47.174	6.919	-4.405	-3.442	-790
Otros Movimientos de Financiamiento	1.017	-531	-675	-572	227	395	-53	26	-58
Financiamiento con Empresas Relacionadas			-1.438						
Flujo de Caja Neto del Ejercicio	-414	1.299	-3.727	-1.325	12.650	1.660	-16.048	-17.144	185
Caja Inicial	13.401	12.987	14.286	10.559	9.234	21.884	23.544	23.544	7.495
Caja Final	12.987	14.286	10.559	9.234	21.884	23.544	7.496	6.400	7.680
Caja y equivalentes	12.987	14.286	10.559	9.234	21.884	23.544	7.495	6.400	7.680
Cuentas por Cobrar Clientes	28.288	23.578	26.894	23.802	30.191	42.808	49.945	45.783	51.828
Inventario	753	1.131	1.327	1.915	2.913	3.080	3.405	3.093	3.545
Deuda Financiera	67.078	60.846	50.459	52.697	106.690	116.094	109.836	112.043	116.839
Activos Clasificados para la Venta	5.376								
Activos Totales	289.425	260.743	244.271	235.297	300.188	340.216	325.399	325.425	336.766
Pasivos Totales	115.784	94.179	85.109	86.478	142.175	169.432	159.845	158.194	168.480
Patrimonio + Interés Minoritario	173.641	166.564	159.162	148.819	158.013	170.784	165.554	167.231	168.286

(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

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Jun. 2018	Jun. 2019
Margen Bruto	30,6%	32,6%	36,3%	36,7%	30,6%	33,8%	31,9%	30,4%	29,4%
Margen Operacional (%)	20,8%	22,7%	26,1%	25,8%	18,2%	21,9%	21,6%	19,2%	20,1%
Margen Ebitda (%)	28,6%	30,5%	33,4%	33,2%	26,0%	29,6%	30,1%	27,1%	27,8%
Rentabilidad Patrimonial (%)	11,6%	14,6%	17,7%	18,2%	12,2%	12,0%	14,3%	11,6%	15,8%
Costo/Ventas	69,4%	67,4%	63,7%	63,3%	69,4%	66,2%	68,1%	69,6%	70,6%
Gav/Ventas	9,8%	9,9%	10,2%	11,0%	12,4%	11,9%	10,3%	11,2%	9,3%
Días de Cobro ⁽²⁾	72,0	56,9	68,0	65,0	81,8	112,5	111,2	113,5	105,5
Días de Pago ⁽²⁾	59,5	54,9	46,9	53,7	69,3	103,2	84,4	79,3	84,9
Días de Inventario ⁽²⁾	2,8	4,1	5,3	8,3	11,4	12,2	11,1	11,2	10,5
Endeudamiento Total	0,7	0,6	0,5	0,6	0,9	1,0	1,0	0,9	1,0
Endeudamiento Financiero	0,4	0,4	0,3	0,4	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Endeudamiento Financiero Neto	0,3	0,3	0,3	0,3	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6
Deuda Financiera / Ebitda ^{(1) (2)} (vc)	1,7	1,3	1,1	1,2	3,1	2,9	2,3	2,8	2,2
Deuda Financiera Neta / Ebitda ^{(1) (2)} (vc)	1,3	1,0	0,8	1,0	2,5	2,3	2,1	2,6	2,0
Ebitda ⁽¹⁾ / Gastos Financieros(vc)	14,7	18,7	22,5	23,1	18,0	13,2	11,6	11,8	11,0
FCNOA ⁽²⁾ / Deuda Financiera (%)	61,0%	70,6%	65,3%	73,4%	28,5%	46,4%	21,8%	39,0%	29,8%
FCNOA ⁽²⁾ / Deuda Financiera Neta (%)	75,7%	92,2%	82,6%	89,0%	35,9%	58,2%	23,4%	41,4%	31,9%
Liquidez Corriente (vc)	1,7	1,2	1,2	1,1	1,8	1,1	1,8	1,8	1,4

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

(2) Indicadores a junio se presentan anualizados.

Características de los instrumentos

ACCIONES

Presencia Ajustada ⁽¹⁾	3,89%
Rotación ⁽¹⁾	2,45%
Free Float ⁽¹⁾	25,89%
Política de dividendos efectiva	70% de las utilidades líquidas del ejercicio
Participación Institucionales ⁽¹⁾	<5%
Directores Independientes	Uno de un total de siete

(1) Al 30 de septiembre de 2019.

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.

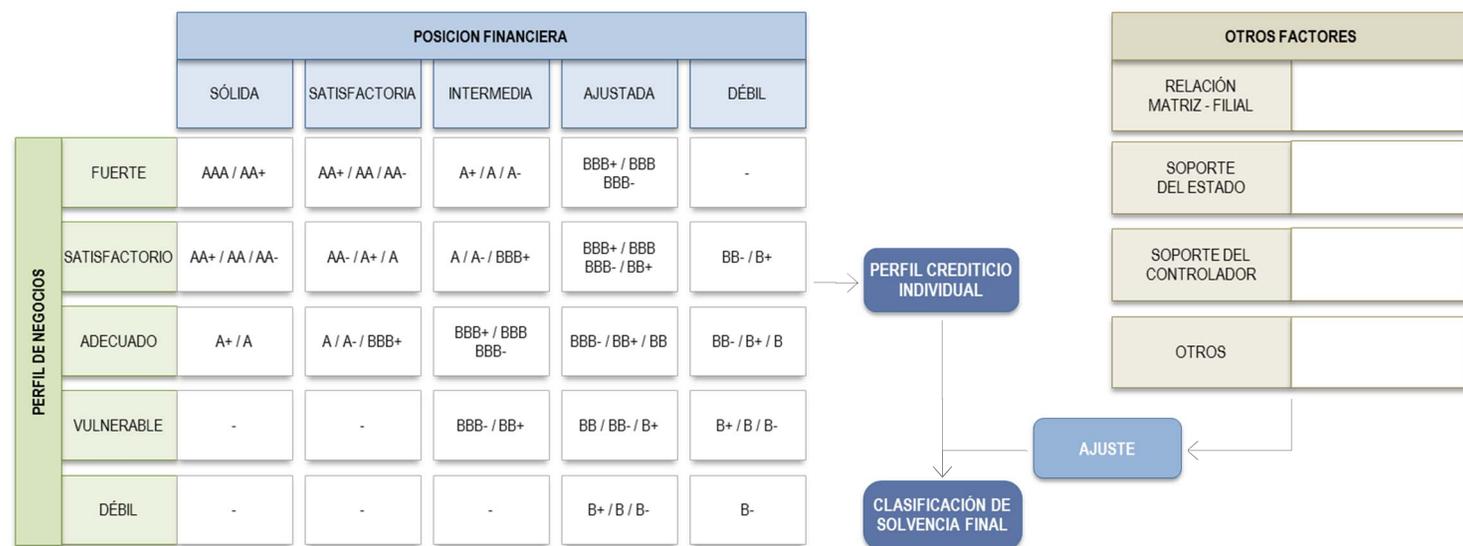
- CW Positivo: la clasificación puede subir.
- CW Negativo: la clasificación puede bajar.
- CW En desarrollo: la clasificación puede subir, bajar o ser confirmada.

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 Comisión para el Mercado Financiero, a las bolsas de valores y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.

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.