



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

Grupo Empresas Navieras S.A.

Anual y Cambio de Clasificación

ANALISTAS:
Patricio Del Basto A.
Paula Acuña L.
Aldo Reyes D.
patricio.delbasto@humphreys.cl
paula.acuna@humphreys.cl
aldo.reyes@humphreys.cl

FECHA
Diciembre 2023

Isidora Goyenechea 3621, Piso 16, Las Condes, Santiago, Chile

Fono (+56) 2 2433 5200 • ratings@humphreys.cl

Humphreys Clasificadora De Riesgo • @humphreyschile

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos y bonos	A
Acciones (NAVIERA)	Primera Clase Nivel 4¹
Tendencia	Estable
EEFF base	30 de septiembre de 2023 ²

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos	Nº 659 de 12.04.2011
Bonos serie A (BNAVI-A)	Primera Emisión
Línea de bonos	Nº 983 de 26.11.2019
Bonos serie B (BNAVI-B)	Primera Emisión
Bonos serie E (BNAVI-E)	Segunda Emisión

Estados de Resultados Consolidados IFRS

Miles de US\$	2018	2019	2020	2021	2022	sep-23
Ingresos de activ. ordinarias	637.250	657.938	585.239	757.237	962.199	666.369
Costo de ventas	-494.779	-514.240	-462.849	-602.381	-785.406	-548.075
Ganancia bruta	142.471	143.698	122.390	154.856	176.793	118.294
Gastos de administración	-58.020	-59.179	-52.909	-59.224	-68.403	-58.866
Resultado operacional	76.151	91.212	68.849	94.478	109.884	57.847
Gastos financieros	-31.917	-29.826	-28.187	-24.844	-27.681	-27.053
Utilidad del ejercicio	49.955	53.293	17.454	76.170	67.037	28.553
EBITDA³	130.817	142.275	121.803	150.243	169.913	104.630

Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS

Miles de US\$	2018	2018	2019	2020	2021	sep-23
Activos corrientes	229.603	220.215	240.666	330.439	341.005	283.607
Activos no corrientes	974.446	976.259	966.133	936.269	946.072	966.269
Total activos	1.204.049	1.196.474	1.206.799	1.266.708	1.287.077	1.249.876
Pasivos corrientes	223.945	332.749	253.870	378.917	289.002	282.194
Pasivos no corrientes	495.577	430.604	548.845	455.514	520.639	494.722
Pasivos totales	719.522	763.353	802.715	834.431	809.641	776.916
Patrimonio Total	484.527	433.121	404.084	432.277	477.436	472.960
Total patrimonio y pasivos	1.204.049	1.196.474	1.206.799	1.266.708	1.287.077	1.249.876
Deuda financiera ⁴	562.543	585.465	633.354	580.642	568.014	582.902

¹ Clasificación anterior: Primera Clase Nivel 3.

² El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 30 de junio de 2023. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 30 de septiembre de 2023, los cuales, de acuerdo con los análisis previamente efectuados, no afectan la categoría de riesgo asignada. Cabe destacar que el proceso de clasificación de **Humphreys** está basado en los aspectos estructurales del emisor, con un enfoque de largo plazo, por lo cual los resultados de un ejercicio en particular no afectan, necesariamente, la opinión de la clasificadora.

³ Resultado operacional (margen bruto, gastos de administración y ventas, otros ingresos, otros gastos y otras ganancias) + depreciación y amortización.

⁴ En adelante, la deuda financiera, considera las cuentas "otros pasivos financieros, corrientes" + "otros pasivos financieros, no corrientes" y para los períodos siguientes a 2019 se agrega las cuentas "pasivos por arrendamiento financiero corriente y no corriente".

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Grupo Empresas Navieras S.A. (GEN) es la sociedad matriz de las sociedades Compañía Marítima Chilena S.A. (CMC, continuadora de CCNI, dedicada al negocio armatorial y cabotaje), Agencias Universales S.A. (Agunsa, orientada al agenciamiento naviero, actividades de logística de distribución y participación en concesión de aeropuertos y puertos), Portuaria Cabo Froward S.A. (Froward, administración de puertos) y Talcahuano Terminal Portuario S.A. (TTP, puerto). Además, participa directamente en las sociedades Antofagasta Terminal Internacional S.A.; e, indirectamente, a través de Agunsa, tiene presencia en las concesiones de los aeropuertos de Calama, Puerto Montt y en Arica. Adicionalmente, la compañía cuenta con participación directa en las filiales armadoras Angol y Arauco.

Durante 2022, **GEN** presentó ingresos consolidados por US \$ 962,2 millones y un EBITDA de US \$ 169,9 millones. A la misma fecha, la deuda financiera consolidada alcanzaba los US \$ 568,0 millones, mientras que la deuda individual los US \$ 163,4 millones con dividendos promedio⁵ de US \$ 29,6 millones y un patrimonio total de US \$ 477,4 millones. De acuerdo con estas cifras, la relación deuda financiera individual sobre dividendo promedio alcanza las 5,5 veces⁶. En junio de 2023, **GEN** presentó ingresos consolidados por US \$ 439,0 millones y un EBITDA³ de US \$ 68,5 millones. A la misma fecha, la deuda financiera consolidada⁴ alcanzaba los US \$ 582,9 millones, mientras que la deuda individual era de US \$ 172,8 millones, con dividendos promedio⁷ recibidos de US \$ 30,8 millones y un patrimonio total de US \$ 473,3 millones. De acuerdo con estas cifras, la relación deuda financiera individual sobre dividendo promedio alcanza las 5,6 veces⁸.

La clasificación de los títulos accionarios de **GEN** cambia de "Primera Clase Nivel 3" a "Primera Clase Nivel 4" considerando que mantiene una presencia bursátil ajustada inferior a 20%, y que, según información entregada por la compañía, no se espera contar con el servicio de *market maker* en adelante.

Por su parte, la clasificación de riesgo asignada a los títulos de deuda de la compañía en "Categoría A", se sustenta en la experiencia del grupo, en el giro propio de sus filiales y su focalización en negocios asociados con el transporte y la logística. También se reconoce el que **GEN** sea la controladora de sus principales inversiones, Agunsa, Froward y CMC, lo que le permite determinar su política de dividendos y con ello los flujos que recibe por este concepto, pudiendo, por tanto, adaptar dicha política a las necesidades del momento, en particular para el pago de sus propios compromisos financieros.

Adicionalmente, se considera como un factor positivo el valor de las inversiones productivas de **GEN** en relación con el nivel de su deuda financiera individual, así como la capacidad de enajenación de acciones de filiales sin perder el control de las mismas.

A su vez, se reconoce la fortaleza de sus filiales en términos de posicionamiento y estructura competitiva,

⁵ Últimos cinco años.

⁶ Por su parte la relación deuda financiera consolidada sobre flujo de caja de largo plazo es de 5,0 veces.

⁷ Últimos cinco años.

⁸ Por su parte la relación deuda financiera consolidada sobre flujo de caja de largo plazo es de 5,2 veces.

destacando además el hecho de que la sociedad mantiene un *mix* de inversiones que favorecen la diversificación de flujos recibidos vía dividendo (al margen de que operan dentro del mismo rubro “marítimo”).

Otro elemento que beneficia la clasificación asignada es el potencial de mayor desarrollo del comercio internacional y el efecto positivo que esto tendría en la generación de ingresos del emisor.

Por el contrario, la clasificación de riesgo se encuentra restringida por la dependencia del flujo de caja de **GEN** al reparto de dividendos de sus filiales, lo cual puede verse afectado en ciertos períodos por resultados financiero de sus filiales, aun cuando este riesgo se reduce por cuanto **GEN** controla a sus filiales operativas lo que le permite acceder en forma más expedita a estos flujos. También se considera la dependencia de las inversiones del emisor, en mayor o menor grado, al comportamiento del comercio exterior y principalmente al dinamismo de la economía global (además se exhibe exposición a variaciones en el tipo de cambio y tasas de interés), así como los riesgos específicos asociados a Agunsa, Cabo Froward y CMC.

En términos de ESG⁹ a nivel de GEN se exhiben múltiples hitos medioambientales como la instalación de *scrubbers* o catalizadores que se adosan a chimeneas de buques (para reducir impacto en medio ambiente) y también se instalaron sistemas para aminorar contaminación en el proceso de devolución de las aguas de lastre al mar. En gobierno corporativo la sociedad mantiene estándares según lo establecido por la CMF y en cuanto a comunidad, mediante sus filiales, se han realizado diversas actividades como el mejoramiento de bordes costeros, limpieza de playas, y reuniones de consejo de recuperación ambiental y social. En definitiva, el desafío para la entidad radica en llevar a cabo una evaluación de los elementos de ESG en términos generales, para establecer objetivos y a futuro controlar su cumplimiento.

La tendencia de la clasificación se califica como “*Estable*” ya que, en el corto plazo, en opinión de la clasificadora, no se visualizan cambios de relevancia en los riesgos que afectan a la compañía.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Elevado valor económico de filiales, en relación con la deuda financiera de **GEN**.
- Capacidad de enajenación de acciones de filiales sin perder el control (estrés severo).
- Control de la política de dividendos.

Fortalezas complementarias

- *Mix* de inversiones.
- Fortaleza de filiales.

Fortalezas de apoyo

- Experiencia en el rubro.
- Crecimiento esperado del comercio internacional.

Riesgos considerados

- Volatilidad del transporte marítimo (riesgo acotado por el actual modelo de negocios).

⁹ Gobierno ambiental, social y corporativo (por sus siglas en inglés *Environmental, Social, Governance*), es un enfoque para evaluar la sostenibilidad en estos tres ámbitos.

- Dependencia a pago de dividendos de filiales (bajo probabilidad de manifestarse y susceptible de ser administrado).
- Exposición al debilitamiento comercial y financiero de Agunsa (baja probabilidad de ocurrencia, pero con elevado impacto).
- Exposición al debilitamiento comercial y financiero de Cabo Froward (baja probabilidad de ocurrencia, con bajo impacto).
- Caída en flujos provenientes de contratos de arrendamiento, por incumplimiento o renovación de contratos (riesgo de baja probabilidad, dada la alta clasificación de riesgo de las contrapartes y la calidad de los contratos involucrados).
- Exposición al tipo de cambio y tasa de interés (riesgo administrable).

Hechos recientes

Resultados 2022

Durante 2022, la sociedad generó ingresos consolidados por US \$ 962,2 millones y un EBITDA³ por US \$ 169,9 millones. Los ingresos aumentaron un 13,1% respecto del mismo período del año anterior, explicado por mayor venta en todos los segmentos (excepto aeropuertos que se mantuvo relativamente estable).

En este periodo, los ingresos de la filial Agunsa aumentaron un 31,7% alcanzando los US \$ 791,3 millones, mientras que el EBITDA³ finalizó en US \$ 82,3 millones, lo que significó un aumento de 28,2% respecto del año anterior. Además, esta sociedad exhibió utilidades por US \$ 39,4 millones (US \$ 30,6 millones en 2021). Por su parte, la deuda financiera de Agunsa finalizó el periodo en US \$ 234,4 millones, un 15,9% superior a lo exhibido a fines de 2021.

Por su parte, en 2022 los ingresos de la filial CMC aumentaron un 22,0% respecto de 2021 y alcanzaron los US \$ 94,5 millones. La empresa experimentó un aumento en los costos de 28,9%, y como proporción de los ingresos se mantuvieron en 65,4% (61,8% en 2021). El EBITDA³ de esta filial aumentó un 13,1%, finalizando en US \$ 48,2 millones. Además, CMC tuvo utilidades por US \$ 31,1 millones. La deuda financiera de CMC se redujo desde US \$ 131,5 millones en 2021 a US \$ 108,1 millones en 2022 (siendo un 17,8% inferior).

Los ingresos de la filial Froward disminuyeron en 17,7% respecto del año anterior, los costos por su parte lo hicieron en un 6,0%, lo que produce que la relación entre costo de venta e ingresos aumentara desde 62,0% en 2021 a 70,8% en 2022; mientras el EBITDA³ de la empresa decreció un 29,7% en el mismo período. Finalmente, la utilidad de Froward se incrementó desde US \$ 5,9 millones en 2021 a US \$ 6,1 millones en 2022. Por su parte, la deuda financiera decreció un 48,9% llegando a US \$ 6,5 millones.

Considerando los resultados antes descritos, en 2022 **GEN** obtuvo un resultado operacional de US \$ 109,9 millones, lo que significa un alza de 16,3% respecto del año anterior. El EBITDA³, por su parte, alcanzó los US \$ 169,9 millones, lo que representa un alza de 13,1% en comparación con el año anterior. La deuda financiera consolidada alcanzó los US \$ 568,0 millones (US \$ 580,6 millones en 2021), mientras que la individual los US \$ 163,4 millones (US \$ 165,4 millones en 2021).

Resultados junio 2023

Durante el primer semestre de 2023, la sociedad generó ingresos consolidados por US \$ 439,0 millones y un EBITDA³ por US \$ 68,5 millones. Los ingresos decrecieron un 11,0% respecto del mismo período del año anterior, explicado principalmente por menores ventas en agenciamiento.

En este periodo, los ingresos de la filial Agunsa se contrajeron un 15,5% alcanzando los US \$ 346,6 millones, mientras que el EBITDA³ finalizó en US \$ 33,3 millones, lo que significó un decrecimiento de 18,2% respecto del año anterior. Además, esta sociedad exhibió utilidades por US \$ 8,0 millones (US \$ 20,4 millones en igual periodo de 2022). Por su parte, la deuda financiera de Agunsa finalizó el periodo en US \$ 258,1 millones, un 10,1% superior a lo exhibido a fines de 2022.

Por su parte, durante junio de 2023 los ingresos de la filial CMC aumentaron un 24,8% respecto del primer semestre de 2022 y alcanzaron los US \$ 56,5 millones. La empresa experimentó un aumento en los costos de 61,8%, y como proporción de los ingresos se mantuvieron en 80,2% (61,9% en 2022). El EBITDA³ de esta filial se contrajo un 22,0%, finalizando en US \$ 19,2 millones. Además, CMC tuvo utilidades por US \$ 9,8 millones. La deuda financiera de CMC se redujo desde US \$ 108,1 millones en 2022 a US \$ 96,5 millones en 2023 (siendo un 10,8% inferior).

Los ingresos de la filial Foward disminuyeron en 6,7% respecto de igual periodo del año anterior, los costos por su parte lo hicieron en un 2,7%, lo que produce que la relación entre costo de venta e ingresos aumentara desde 74,1% en el primer semestre de 2022 a 77,3% en 2023; mientras el EBITDA³ de la empresa decreció un 20,3% en el mismo período. Finalmente, la utilidad de Foward se incrementó desde US \$ 1,7 millones en junio de 2022 a US \$ 2,7 millones en 2023. Por su parte, la deuda financiera decreció un 15,6% llegando a US \$ 5,5 millones.

Considerando los resultados antes descritos, en junio de 2023 **GEN** obtuvo un resultado operacional de US \$ 36,9 millones, lo que significa una contracción de 32,2% respecto de igual periodo del año anterior. El EBITDA³, por su parte, alcanzó los US \$ 68,5 millones, lo que representa una baja de 18,5% en comparación con el año anterior. La deuda financiera consolidada alcanzó los US \$ 582,9 millones, mientras que la individual los US \$ 172,8 millones.

Definición de categorías de riesgo

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.

Primera Clase Nivel 4

Corresponde a aquellos títulos accionarios que presentan una razonable combinación de solvencia y estabilidad en la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

Tendencia Estable

Corresponde a aquellos instrumentos que presentan una alta probabilidad que su clasificación no presente variaciones a futuro.

Oportunidades y fortalezas

Elevado valor económico de filiales, en relación con la deuda financiera de GEN: Se considera como factor positivo el valor de las inversiones productivas de **GEN** en relación con el nivel de su deuda financiera individual. Al respecto, la deuda individual se mantiene en torno a los US \$ 172,8 millones, mientras que sólo las acciones de la filial Agunsa, propiedad de **GEN**, presentan una valorización aproximada de US \$ 190,1 millones, según el precio promedio del último trimestre disponible¹⁰, con el tipo de cambio al cierre de junio de 2023. A lo anterior, si se le suma CMC y Foward, se tendría un *ratio* de valor económico sobre deuda individual de 185%.

De la misma forma, de acuerdo con transacciones recientes en el mercado, se podría valorizar el negocio de puertos y logística por alrededor de US \$ 600 millones, lo que equivale a 367% la deuda financiera individual.

Capacidad de enajenación de acciones de filiales sin perder el control: Las tres principales filiales de **GEN** (AgunaSA, CMC y Foward) son todas sociedades anónimas (siendo las dos primeras clasificadas como sociedad anónima cerrada y la tercera como sociedad anónima abierta). En caso de insuficiencia de flujos para el pago de las cuotas de los bonos, el emisor puede entregar en garantía sus inversiones para la obtención de créditos o, en el peor de los casos, recurrir a la venta de las acciones que posea en exceso; es decir, sobre el porcentaje que le permite conservar el control de la respectiva filial. De acuerdo con el precio promedio trimestral de las últimas transacciones bursátiles, Foward tendría un valor aproximado de US \$ 55,8 millones, y sus excesos le permitirían cubrir alrededor del 32,3% de la deuda individual de la matriz a junio de 2023; las tres sumadas permitirían cubrir cerca de un 184,9% de la deuda individual de **GEN**.

Control de la política de dividendos: **GEN** es controlador de CMC, Agunsa y Portuaria Cabo Foward, lo que le permite decidir cuál será el porcentaje de utilidades a repartir como dividendos por sobre el 30% del mínimo legal, pudiendo adaptar este porcentaje a sus necesidades de caja y a los requerimientos de flujos de las mismas filiales. Actualmente, la empresa controla el 99,35% de CMC, el 99,50% de Agunsa y el 91,93% de Foward. En los últimos cinco años, los ingresos por dividendos han fluctuado entre US \$ 17,1 millones (2021) y US \$ 39,4 millones (2023).

Mix de inversiones: El conjunto de inversiones de la compañía contribuye a la diversificación de los ingresos del emisor. Desde 2018 a la fecha, según datos proporcionados por el emisor, los dividendos provenientes de Agunsa han representado en promedio cerca de un 35,4% del total recibido por **GEN**, mientras que los de CMC y Foward han sido un 18,9% y un 18,9% respectivamente, aunque se presenta

¹⁰ Con fecha 22 de diciembre de 2020, Agunsa canceló la inscripción en el Registro de Valores y de sus acciones, con lo cual vuelve a ser Sociedad Anónima Cerrada.

una mayor dependencia de Agunsa, a diferencia de años anteriores, mantiene líneas de negocios y cobertura geográfica que le entregan diversificación de flujos. En el caso de CMC opera bajo la modalidad de contratos de largo plazo, lo que permite disminuir la variabilidad de sus ingresos, aumentando, de este modo, su predictibilidad y estabilidad.

Fortaleza filiales: Agunsa se ha caracterizado por un adecuado rendimiento operacional, una importante diversificación de clientes (de los principales clientes, no hay ninguno que por sí solo represente más del 10% de los ingresos¹¹) y un fuerte posicionamiento dentro de su mercado, lo que le da una mayor estabilidad a **GEN**, al igual que la modalidad de contratos de CMC, entidad que a la fecha mantiene compromisos de arriendo de naves propias¹² con Enap Refinerías S.A. (Arica, Antofagasta, Pioneros, Brio y Puerto Aysen, todas hasta 2025), Copec S.A. (Don Pancho II, hasta 2025), CMA CGM S.A. (Leto, hasta finales de 2024¹³) y Maersk Line A/S (CCNI Andes hasta 2027 y Atacama hasta 2028).

Por su parte, de acuerdo a información publicada por la compañía en su memoria¹⁴, en la zona del BíoBío, Foward lidera el movimiento de graneles, con un 43% de participación y, en la actualidad, la sociedad mantiene contratos con empresas del sector forestal, minero, agroindustrial, agroalimenticio e industrial, entre otros, cuya relación se establece principalmente mediante contratos de mediano o largo plazo. De igual manera, se reconoce positivamente el acotado nivel de endeudamiento que exhibe la compañía, considerando que ha mantenido una relación de deuda financiera a EBITDA bajo la vez en los últimos cinco años y con tendencia decreciente, pasando desde 0,7 veces en 2018 a 0,5 veces en junio de 2023 (últimos doce meses). Al respecto, las otras filiales han mantenido indicadores de endeudamiento estables en el tiempo (endeudamiento financiero sobre EBITDA promedio desde 2018 en torno a 3,4 y 3,7 veces para Agunsa y CMC, respectivamente, con tendencia a la baja en ambos casos).

Experiencia en el rubro: La trayectoria del grupo en el mercado local y la experiencia y conocimiento del mercado naviero por parte de sus propietarios y ejecutivos, constituyen una de las fortalezas de **GEN** y de sus filiales. Éstas han servido como activo para hacer frente a los períodos de contracción del negocio que en el pasado tuvo que enfrentar con su filial CCNI (actual CMC). Si bien **GEN** data del año 1983, sus principales filiales, CMC (ex CCNI) y Agunsa, tienen 93 años y 63 años de historia respectivamente, habiendo operado en distintos ciclos económicos y políticos.

Crecimiento esperado comercio internacional: Según el Fondo Monetario Internacional, en las últimas décadas, la economía mundial experimentó un rápido crecimiento, al que contribuyó entre otros factores la aceleración del comercio internacional, por el avance tecnológico y esfuerzo para reducir las barreras comerciales. Asimismo, se reconoce que la globalización, proceso en el cual se encuentra la mayoría de los países, afecta directa y positivamente el desarrollo del comercio internacional. De esta manera, se ha visto beneficiado indirectamente el negocio de transporte marítimo (CMC, ex CCNI), el agenciamiento naviero y logística (Agunsa) y la actividad portuaria (Portuaria Cabo Foward, ATI, FIT, TPM y TTP).

En la misma línea, de acuerdo con la Organización Mundial del Comercio, en los últimos decenios el transporte marítimo ha experimentado una importante expansión, dado por el crecimiento del comercio

¹¹ Según estados financieros de Agunsa a junio de 2023.

¹² Según estados financieros de CMC a junio de 2023.

¹³ Plazo máximo hasta comienzos de 2025.

¹⁴ Memoria Foward 2022.

y la mundialización. La misma entidad menciona que el transporte marítimo sigue siendo el modo predominante de transporte internacional de las mercancías objeto de comercio y constituye la columna vertebral de las cadenas de suministro mundiales; su importancia radica en que representa más del 80 % del volumen del comercio mundial. Además, cabe mencionar que este negocio internacional está ampliamente liberalizado, y muchas políticas marítimas restrictivas han desaparecido o bien, se han dejado de aplicar (en términos locales, destacan los tratados de libre comercio firmados por Chile). De esta manera, según las previsiones de la UNCTAD¹⁵, en 2022 el crecimiento del comercio marítimo se situaría en torno a 1,4 %, y en el período de 2023-2027 aumentará a razón de un 2,1 % anual.

Factores de riesgo

Dependencia del transporte marítimo: La sociedad depende de forma indirecta de la transferencia de productos y servicios relacionados con el transporte marítimo. Cabe mencionar que debido a los tipos de contratos a largo plazo la compañía no está expuesta a niveles de volúmenes, sino más bien a la economía mundial y a su dinamismo, lo cual podría afectar a las renovaciones de contrato, y la demanda y oferta.

Flujos dependientes de la política de dividendos: En sí misma, **GEN** no es una empresa que genere flujos, sino que la generación de caja de la compañía depende de la distribución de dividendos por las utilidades generadas por las empresas filiales. Si bien la política de reparto de utilidades es controlada por el emisor, estas están expuestas a los resultados económicos de sus filiales y a los riesgos de cada una de ellas.

Riesgos asociados a CMC (ex CCNI): Durante junio de 2023, el 94,3% de los ingresos de esta filial provienen del negocio de arrendamiento, el cual presenta una considerable estabilidad de los ingresos, puesto que corresponde a contratos de arriendo a plazo con cánones preestablecidos. Sin embargo, aun cuando los arrendatarios son empresas solventes y los contratos son de largo plazo, no se puede descartar incumplimiento de alguno de ellos.

De esta manera, CMC está sujeta a la capacidad futura de pago de Maersk, Copec, Enap y CMA CGM, y que no se gatillen cláusulas de término anticipado de contratos. Cabe mencionar que este riesgo está atenuado por el bajo riesgo crediticio de Copec (AA escala local), del grupo controlador de Enap Refinerías (AAA escala local) y Maersk Line (Baa2 en escala global, equivalente a "Categoría A" local según estimación de **Humphreys**), además de los resguardos provenientes de los respectivos contratos.

Riesgos asociados a Agunsa: La privatización parcial de los puertos chilenos, adjudicados por empresas que constituyen competencia directa para Agunsa, podría desfavorecer a la compañía en el mediano o largo plazo. También se debe considerar la tendencia de fusiones y adquisiciones de las empresas navieras, que generaría una mayor concentración en la industria. Además, la compañía está muy expuesta al dinamismo de la economía mundial, lo cual generó una baja en los resultados de 2020 producto de la crisis covid-19, aunque con una fuerte recuperación en 2021 y 2022.

Riesgos asociados a Cabo Froward: Los principales riesgos tienen relación con la alta concentración que

¹⁵ United Nations Conference on Trade and Development, Informe Sobre El Transporte Marítimo.

presentan las operaciones de la empresa, tanto en número de clientes como en tipo de carga movilizada¹⁶ y al igual que AGUNSA los resultados de la compañía están expuestos al dinamismo económico de la economía mundial.

Cabe mencionar, que la concentración de productos transferidos incide en que los resultados de la empresa se vean expuestos a las variables que afectan el intercambio comercial de estos. Por el lado de los clientes, si bien se exhibe cierta concentración, estos cuentan con contratos de mediano plazo en la cual se estipulan cláusulas de precios, reajustes y niveles de cargas mínimas a transferir, lo que hace disminuir la variación en los precios y en consecuencia las tarifas aplicadas a clientes.

Exposición al tipo de cambio y tasas de interés: Por sus inversiones y actividades en el exterior, propio de su rubro, las fluctuaciones en la paridad del tipo cambio afectan tanto el balance de la compañía como sus resultados. En el caso de Agunsa, cerca del 60% de las ventas son denominadas en monedas extranjeras¹⁷, mientras que cerca de un 90% de los costos están en moneda funcional de cada país. Por su parte Foward, tiene un 94% de sus ingresos en dólares, mientras que un 85% de los costos están en pesos chilenos¹⁸. Para el caso de CMC, el 78,1% de sus ingresos está en dólares y el 76,7% de los costos está expresado en esta moneda¹⁹.

Desde el punto de vista de tasas de interés el 16% de la deuda total de Agunsa se compone de tasa variable, mientras que para CMC y Foward este valor asciende a 94% y 82%, respectivamente. No obstante, para **GEN** a nivel individual una variación en la tasa interés no presenta un mayor impacto, considerando que su deuda (bonos en UF) se encuentra a tasa fija y en UF, quedando expuesta a los riesgos de la variación del valor de esta última en comparación con el dólar.

Por otro lado, cabe mencionar, que a la **GEN** cuenta con el total de su bono serie A y serie E, más un 75% de su bono serie B (UF 1,5 millones de UF 2 millones) cubiertos vía *cross currency swaps* tomados con diferentes instituciones financieras locales, con lo que su riesgo de exposición a las variaciones de tipo de cambio quedaría reducido a UF 0,5 millones (del bono serie B).

Antecedentes generales

La compañía

GEN se creó en 1983, en la ciudad de Valparaíso, con el nombre de Euroandina de Inversiones S.A. Su objeto principal es la inversión en acciones y valores mobiliarios, manteniendo actualmente participación accionaria directa o derechos en las siguientes empresas: Compañía Marítima Chilena S.A., Agencias Universales S.A., Portuaria Cabo Foward S.A., Talcahuano Terminal Portuario S.A., Antofagasta Terminal

¹⁶ Según memoria de Foward 2022, la demanda en el sector forestal está dada por astilla, en el sector minero por carbón, en el sector agroalimenticio por azúcar, trigo, soya, maíz, avena, canola, gluten y fertilizantes, graneles líquidos como aceite de pescado y vegetal y en el sector industrial por graneles sólidos tales como clinker, yeso e hidrocarburos limpios

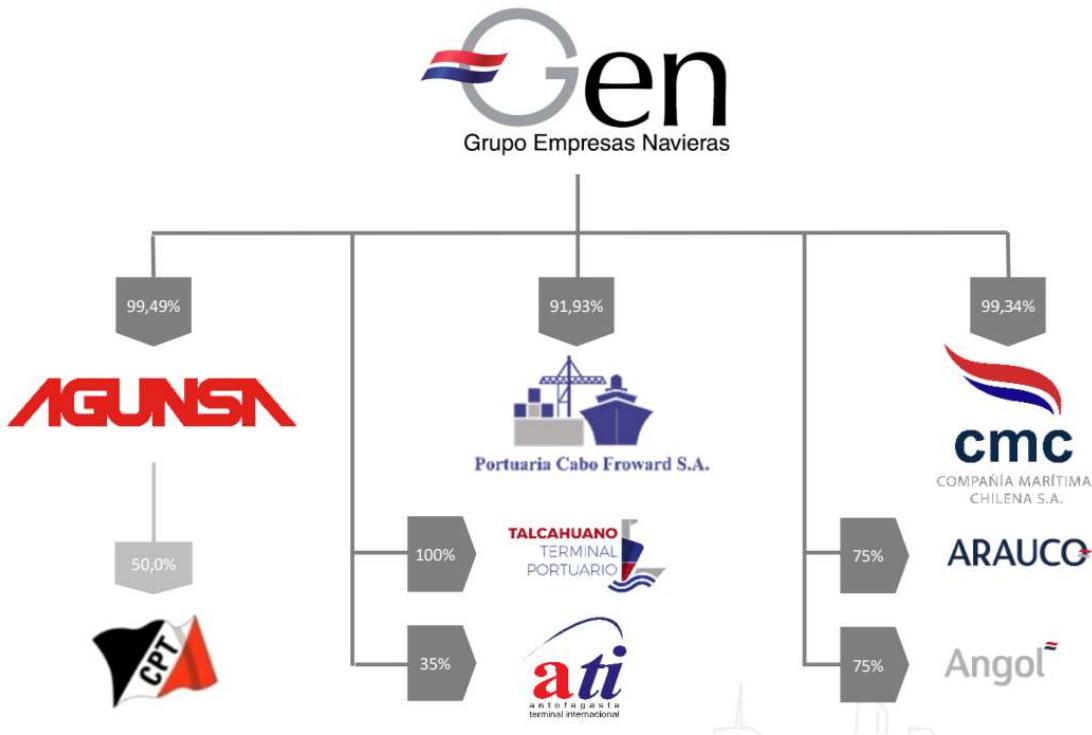
¹⁷ Según estados financieros Agunsa, junio 2023.

¹⁸ Según estados financieros Foward, junio 2023.

¹⁹ Según estados financieros CMC, junio 2023.

Internacional S.A., Portuaria Mar Austral S.A., MS "CMC Angol" GmbH & Co. KG y MS "CMC Arauco GmbH & Co". KG.

Estructura societaria²⁰



Composición de los flujos

GEN percibe flujos por medio de los dividendos que recibe de sus filiales por lo que está expuesta al rendimiento de estas. Como se aprecia en la ilustración anterior **GEN** mantiene control sobre sus principales filiales lo que le permite determinar el monto de dividendos a recibir y ajustarlos a sus necesidades y a la de sus filiales.

El emisor opera en diferentes segmentos como son el negocio armador, agenciamiento, logística, aeropuertos, y operaciones de puerto, los cuales se describen a continuación:

- **Negocio armador:** En este segmento participan CMC, Agunsa, Arauco, Angol, Andes y Atacama (estas dos últimas sociiedades consolidadas por CMC). Corresponde al negocio de administración y arriendo de naves propias del tipo portacontenedores y tanqueras y a contar del 2015, también se incluye el arrendamiento a largo plazo de naves propias a ENAP. Adicionalmente, presta servicios a la industria marítima con una flota de lanchas transbordadores y remolcadores, a través de CPT Empresas Marítimas SA, sociedad coligada de Agunsa. Destaca en el negocio armador, los

²⁰Información proporcionada por empresa con fecha junio de 2023.

cuatro buques portacontenedores de 9.000 teu de capacidad y los cinco buques tanqueros bajo propiedad de CMC, que cuento cuentan con contratos de arrendamiento de largo plazo, con cánones preestablecidos, que cubren toda la vida de los respectivos créditos levantados para el financiamiento de los mismos. Lo mismo aplica a partir de finales del año 2021 para las dos naves portacontenedores de 3.100 teu Leto y Daphne, en donde CMC cuenta con un 100% y 50% de propiedad, respectivamente (actualmente cuentan con arriendos de largo plazo a 3 años, con vencimiento en el año 2025, cerrados con líneas de transporte de contenedores internacionales).

Cabe mencionar que, en junio de 2022, CMC concretó la adquisición de una nave tanquera de 5.000 m³ de capacidad, Don Pancho II, la cual entró en arriendo por un plazo de tres años, mismo plazo del crédito tomado para financiar parte de su compra.

- **Negocio de agenciamiento:** En este segmento participa Agunsa y corresponde a servicios tales como agenciamiento general, agenciamiento de naves, servicios documentales, administración de contenedores, *bunkering* y servicios prestados por los equipos marítimos.
- **Logística:** En este segmento opera Agunsa y comprende servicios de apoyo a la cadena de suministro de productos de exportación, importación y reabastecimiento interno de un país, en los cuales se encuentra el Freight Forwarding, almacenaje, distribución, entrega de "última milla", venta y arriendo de contenedores y otros.
- **Aeropuertos:** Comprende las concesiones de terminales aéreos donde se presta un servicio integral en torno a las cargas, pasajeros, terminales y transporte de comercio internacional. En este segmento, **GEN** participa de manera indirecta (a través de la subsidiaria AGUNSA) en el Aeropuerto "El Loa" de la ciudad de Calama, región de Antofagasta, Chile, a través de la subsidiaria Consorcio Aeroportuario de Calama S.A.; el Aeropuerto El Tepual de la ciudad de Puerto Montt, a través de la coligada Sociedad Concesionaria Aeropuerto del Sur S.A. y el Aeropuerto Chacalluta de Arica, a través de la coligada Sociedad Concesionaria Aeropuerto de Arica S.A.
- **Puertos:** consiste en un servicio integral en torno a las cargas, naves y pasajeros asociado al transporte de comercio nacional e internacional desde puertos y terminales públicos, privados y concesionados en distintos países de América. La sociedad, a través de sus subsidiarias Froward, Agunsa y Terminal Portuario Talcahuano, y su coligada Antofagasta Terminal Internacional, prestan servicios portuarios en distintos países de América como son EEUU, Ecuador, Argentina, Uruguay y Chile.

En la Ilustración 1 se puede ver la evolución de los dividendos que podría recibir **GEN** en el caso de que sus filiales repartieran el 100% de sus utilidades (ajustado por la participación que posee **GEN**). Como se puede observar en la Ilustración 1, desde 2018 a 2020 los potenciales flujos por recibir de sus principales filiales se mantuvieron fluctuando en torno a US \$ 36 millones y, posteriormente, presentan un comportamiento al alza, pasando desde US \$ 33,3 millones en 2020 a US \$ 75,7 millones y \$ 58,5 millones en 2023, respectivamente (últimos doce meses terminados en junio).

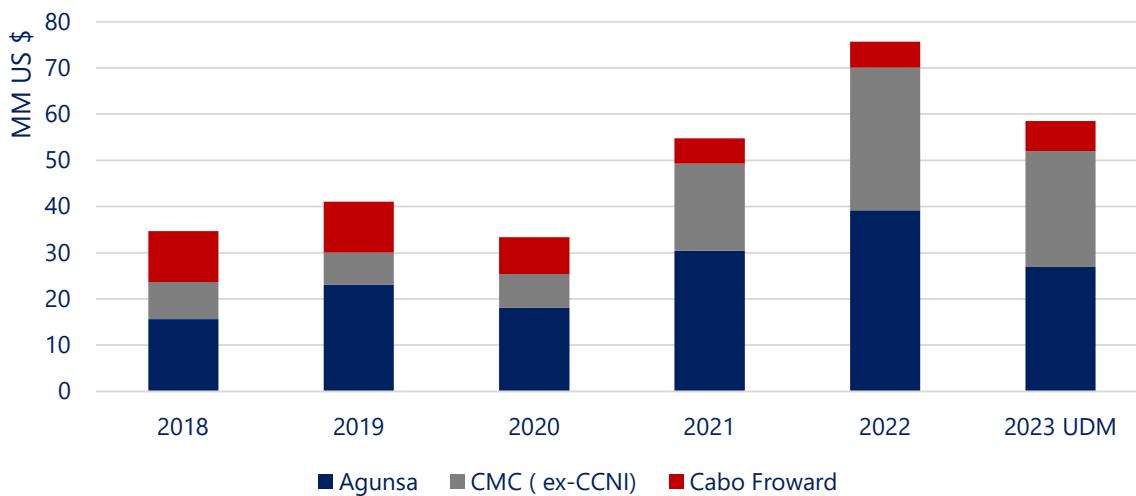


Ilustración 1: Evolución utilidades filiales ajustadas por participación de **GEN** (caso hipotético filiales reparten el 100% de sus utilidades a **GEN**)

Filiales y coligadas

Compañía Marítima Chilena (CMC, continuadora de CCNI)

CMC (Ex- CCNI): Estados de Resultados Consolidados IFRS						
Miles de US\$	2018	2019	2020	2021	2022	jun-23
Ingresos de activ. Ordinarias	66.915	64.634	67.704	77.491	94.514	56.474
Costo de ventas	-38.212	-36.913	-42.335	-47.910	-61.774	-45.307
Ganancia bruta	28.703	27.721	25.369	29.581	32.740	11.167
Gastos de administración	-5.375	-4.591	-3.861	-4.410	-4.600	-2.588
Resultado operacional	23.588	22.434	16.443	24.429	27.521	8.772
Gastos financieros	-12.635	-11.580	-9.628	-8.045	-8.482	-4.901
Utilidad del ejercicio	9.594	7.061	7.421	19.003	31.111	9.749
EBITDA	37.602	36.425	32.549	42.599	48.197	19.235

CMC (Ex- CCNI): Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS						
Miles de US\$	2018	2019	2020	2021	2022	jun-23
Activos corrientes	18.199	32.627	34.606	37.189	45.530	32.384
Efectivo y equivalentes	11.915	17.046	13.802	14.400	19.198	13.342
Activos no corrientes	356.234	331.905	320.566	308.684	299.609	297.788
Total activos	374.433	364.532	355.172	345.873	345.139	330.172
Pasivos corrientes	33.549	63.501	55.617	65.460	44.366	47.054
Pasivos no corrientes	153.856	124.786	152.659	110.622	116.510	108.732
Pasivos totales	187.405	188.287	208.276	176.082	160.876	155.786
Patrimonio Total	187.028	176.245	146.896	169.791	184.263	174.386
Total patrimonio y pasivos	374.433	364.532	355.172	345.873	345.139	330.172
Deuda financiera	177.159	170.459	160.871	131.513	108.111	96.489

Antecedentes generales

La compañía, desde inicio del año 2015, ofrece los siguientes servicios:

- A) Arrendamiento (fletamento) de naves propias en el mercado nacional e internacional en forma directa o a través de subsidiarias y/o asociadas.
- B) Cabotaje de derivados de cobre entre puertos chilenos a través de naves arrendadas para estos efectos.
- C) Subcharter o Subfletamento, que consiste en que habiendo recibido o tomado naves en arriendos (fletar) luego son entregadas en subarriendo (subfletar) a otros armadores/operadores.

Durante junio 2023, casi la totalidad de los ingresos de CMC provinieron del negocio de fletamento (94,3%) el cual presenta una considerable estabilidad en su generación de flujos, puesto que corresponde a contratos de arriendo a plazo con cánones preestablecidos. Destaca el arrendamiento a tres y cuatro años para las dos naves portacontenedores de 3.100 teu Leto y Daphne, en donde CMC cuenta con un 100% y 50% de propiedad, respectivamente (previamente estas naves eran arrendadas en el mercado spot).

A junio de 2023, las siguientes naves propias se encuentran en modalidad de arriendo con los arrendatarios y plazos que se señalan a continuación²¹:

Nombre Nave	Arrendatario	Vigencia	
		Desde	Hasta
Arica	Enap Refinerías S.A.	17-04-2015	16-10-2025
Antofagasta	Enap Refinerías S.A.	28-04-2015	28-10-2025
Pioneros	Enap Refinerías S.A.	29-06-2017	12-10-2025
Brio	Enap Refinerías S.A.	15-07-2017	02-10-2025
Puerto Aysen	Enap Refinerías S.A.	02-06-2020	17-07-2025
Don Pancho II	Coperc S.A.	06-05-2022	06-05-2025
Leto	CMA CGM S.A.	20-11-2021	15-11-2024
CCNI Andes	Maersk Line A/S	17-09-2015	17-06-2027
Atacama	Maersk Line A/S	23-05-2016	23-02-2028

Agencias Universales S.A (Aguna)

AGUNSA: Estados de Resultados Consolidados IFRS						
Miles de US\$	2018	2019	2020	2021	2022	Jun-23
Ingresos de activ. Ordinarias	489.498	513.736	445.278	600.617	791.289	346.587
Costo de ventas	-417.675	-438.120	-381.576	-511.827	-681.191	-293.955
Ganancia bruta	71.823	75.616	63.702	88.790	110.098	52.632
Gastos de administración	-41.686	-44.099	-39.076	-42.846	-52.308	-30.418
Resultado operacional	27.470	30.864	28.550	42.439	59.376	20.032
Gastos financieros	-11.188	-10.867	-11.429	-10.698	-12.782	-9.165
Utilidad del ejercicio	19.313	23.594	18.143	30.617	39.412	8.034
EBITDA	56.613	55.824	52.045	64.376	82.554	33.250

²¹ Según estados financieros de CMC a junio de 2023.

AGUNSA: Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS

Miles de US\$	2018	2019	2020	2021	2022	jun-23
Activos corrientes	175.337	173.437	186.546	277.910	285.937	258.724
Efectivo y equivalentes	28.044	24.661	50.271	94.349	73.251	55.378
Activos no corrientes	343.857	366.046	370.134	364.217	394.383	416.042
Total activos	519.194	539.483	556.680	642.127	680.320	674.766
Pasivos corrientes	141.283	179.591	172.463	261.014	206.990	204.345
Pasivos no corrientes	174.083	161.469	186.153	172.877	251.116	257.188
Pasivos totales	315.366	341.060	358.616	433.891	458.106	461.533
Patrimonio Total	203.828	198.423	198.064	208.236	222.214	213.233
Total patrimonio y pasivos	519.194	539.483	556.680	642.127	680.320	674.766
Deuda financiera	196.501	208.112	204.572	202.288	234.381	258.109

Antecedentes generales

La compañía tiene sus orígenes en 1960, dada la necesidad de CCNI (actual CMC) de contar con una agencia naviera capaz de proporcionar servicios portuarios. En 1989 se produce la separación de CCNI (actual CMC) y Agunsa, pasando a ser esta última una empresa independiente de la naviera. En 1992, dada la consolidación de la compañía a nivel nacional, comienza el proceso de internacionalización que logra posicionarla como una de las más importantes del rubro logístico de América Latina. En la actualidad, Agunsa cuenta con presencia en más de 18 países.

Actualmente, la sociedad ofrece los siguientes servicios:

- A) Agenciamiento: agenciamiento general, agenciamiento de naves, servicios documentales, administración de contenedores, *bunkering* para naves en los puertos que Agunsa está presente y servicios prestados por los equipos marítimos.
- B) Concesiones Aeroportuarias: Servicios integrales en torno a las cargas y pasajeros.
- C) Operación de Puertos: Concesiones de Terminales Marítimos donde se presta un servicio integral en torno a las cargas, pasajeros, terminales y transporte de comercio internacional. Además, dentro de los Terminales Marítimos se presentan servicios de estiba, desestiba, consolidación y desconsolidación de la carga.
- D) Logística: Transporte, almacenaje, distribución, venta y arriendo de contenedores, servicios a la carga realizados con los equipos terrestres.

En relación a las filiales concesionarias de aeropuertos, Agunsa participa en la concesión de los aeropuertos de Calama, Puerto Montt y Arica.

En materia de operaciones portuarias, destaca la adjudicación del Terminal 2 de Valparaíso, la cual le permite a Agunsa volver a la actividad portuaria en la zona central. Cabe mencionar que la sociedad asumió la concesión desde marzo de 2022 y mantendrá la operación del terminal hasta marzo del 2026.

En años anteriores (principios de 2017), destaca la adjudicación de la concesión por 40 años del Terminal Portuario de Manta en Ecuador, en esta sociedad participa en un 60% Agencia Universales S.A y en un 40%

Agunsa Ecuador S.A. Esta sociedad se dedica al diseño, planificación y financiamiento de la construcción y mantenimiento de la Terminal Internacional de la Autoridad Portuaria de Manta.

Portuaria Cabo Foward S.A.

CABO FROWARD: Estados de Resultados Consolidados IFRS

Miles de US\$	2018	2019	2020	2021	2022	jun-23
Ingresos de activ. Ordinarias	50.777	48.644	40.819	44.248	36.413	17.081
Costo de ventas	-26.834	-25.648	-24.463	-27.442	-25.795	-13.209
Ganancia bruta	23.943	22.996	16.356	16.806	10.618	3.872
Gastos de administración	-4.851	-4.868	-4.642	-4.870	-4.650	-2.657
Resultado operacional	19.200	18.303	11.819	12.095	6.554	1.457
Gastos financieros	-947	-908	-597	-374	-335	-217
Utilidad del ejercicio	12.015	12.002	8.614	5.919	6.072	2.740
EBITDA	23.704	23.410	17.551	17.884	12.571	4.533

CABO FROWARD: Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS

Miles de US\$	2018	2019	2020	2021	2022	jun-23
Activos corrientes	13.370	12.446	13.427	14.564	11.105	11.502
Efectivo y equivalentes	4.562	1.769	1.579	5.140	2.116	3.161
Activos no corrientes	101.543	105.283	103.019	100.686	96.895	94.074
Total activos	114.913	117.729	116.446	115.250	108.000	105.576
Pasivos corrientes	14.520	13.479	12.701	14.893	9.403	9.724
Pasivos no corrientes	27.091	26.150	23.216	20.773	16.539	13.698
Pasivos totales	41.611	39.629	35.917	35.666	25.942	23.422
Patrimonio Total	73.302	78.100	80.529	79.584	82.058	82.154
Total patrimonio y pasivos	114.913	117.729	116.446	115.250	108.000	105.576
Deuda financiera	17.252	16.407	12.044	12.731	6.503	5.486

Antecedentes generales

Foward es una empresa de servicios portuarios, dedicada prioritariamente al manejo de graneles sólidos y líquidos, en los Puertos de Coronel y Calbuco.

Para poder realizar sus operaciones, Foward cuenta entre su infraestructura con tres terminales mecanizados llamados Jureles, Puchoco y Chollín, todos ubicados en la costa norte de la bahía de Coronel, Región del BíoBío; y el puerto industrial de Calbuco, en la Región de Los Lagos, participando activamente en las faenas de apoyo a las importaciones y exportaciones de productos a granel, carga general y en la descarga de hidrocarburos¹⁴.

Su área de actividad se extiende desde la séptima a la undécima Región, zonas en que se concentra la mayor actividad forestal, pesquera y agroindustrial del país. La mayor parte de la carga movilizada por esta filial corresponde a productos forestales^{Error! Marcador no definido.}.

MS "CMC Angol" GmbH & Co. KG y MS "CMC Arauco" GmbH & Co. KG

Estas sociedades son compañías armadoras con domicilio en Alemania, en las que **GEN** mantiene una participación de un 75% en cada una de ellas y su filial CMC de un 14,6%.

Según estados financieros a junio de 2023, el grupo **GEN**, cuenta con una flota de cuatro naves portacontenedores 9000 TEU, dos a través de las subsidiarias MS "CMC Angol" GmbH & Co. KG y MS "CMC Arauco" GmbH & Co. KG y las otras dos a través de las asociadas MS "CMC Andes" GmbH & Co. KG y MS "CMC Atacama" GmbH & Co. KG respectivamente. Adicionalmente cuenta con una nave portacontenedores de 3100 TEU, a través de la asociada CMC Deutschland GmbH & Co. KG.

La operación de Angol comenzó en el mes de marzo de 2015 cuando el astillero Hanjin Heavy Industries & Construction Co. Ltd. hizo entrega de la nave porta contenedores (CCNI Angol) de 9.000 TEUs de capacidad, que la sociedad ordenó construir según contrato suscrito con fecha 16 de noviembre de 2012.

La operación de Arauco comenzó en el mes de enero de 2015 cuando el astillero Hanjin Heavy Industries & Construction Co. Ltd. hizo entrega de la nave porta contenedores (CCNI Arauco) de 9.000 TEUs de capacidad, que la sociedad ordenó construir según contrato suscrito con fecha 16 de noviembre de 2012.

Durante 2022 Angol, obtuvo ingresos por US \$ 17,0 millones y utilidades por US \$ 7,3 millones, siendo un 8,8% y 11,5% superior al 2021 respectivamente. En el mismo año, Arauco tuvo ingresos por US \$ 17,0 millones y utilidades por US \$ 8,0 millones, siendo un 9,8% y un 16,0% superior a lo registrado en 2021. Ambas naves, Arauco y Angol, fueron arrendadas a Hamburg Süd, actualmente MAERSK, por un plazo de 12 años.

Análisis financiero de GEN²²

Evolución de los ingresos y EBITDA

Los ingresos y EBITDA exhibieron alzas en 2021 y 2022, con una leve contracción en junio de 2023 (últimos doce meses), aunque manteniéndose todavía en niveles superiores a lo exhibido en años anteriores.

El alza de ingresos en 2021 y 2022 se explica principalmente por el segmento de agenciamiento y logística asociado a un incremento en el número de clientes y las operaciones de almacenaje, distribución y transporte. No obstante, la contracción de 2023 se atribuye a bajas en el segmento logística, aeropuertos, y agenciamiento (la principal baja fue en el segmento agenciamiento, que se vio afectado por una menor actividad en su negocio de *Bunkering* y en su negocio de representaciones marítimas en México, en donde hubo un cambio contractual con el principal cliente lo cual, afectó los ingresos por comisiones).

Por su parte, el alza en EBITDA se explica principalmente por un mejor desempeño operacional de los segmentos armatorial y agenciamiento durante 2021, y los negocios puertos, logístico y armatorial en 2022. No obstante, la contracción de 2023, responde a caídas en los negocios armatorial (disminución en el margen de operación asociado a naves por menores ingresos por *scrubbers*, menor margen en nave Leto por menor tiempo en operación producto en incidente en puerto de Ghana y menor margen en naves

²² Para los indicadores de flujo del último periodo se considera el año móvil.

tanqueras por mayores costos asociados a tripulación), puertos (menor EBITDA registrado en Portuaria Cabo Froward producto de una baja en volúmenes transferidos y menor EBITDA en Agunsa por menor margen de operación en actividades portuarias de Chile y Ecuador principalmente) y aeropuertos.

En consecuencia, el margen EBITDA se ha mantenido relativamente estable, fluctuando en torno a 20%, exhibiendo una baja en 2022 y 2023, presentando en lo más reciente un *ratio* de 17,0%.

Por otro lado, el flujo proveniente de actividades operacionales exhibió caídas en 2021 y 2022, y una recuperación en junio de 2023 (últimos doce meses). Las caídas se explican principalmente por incrementos en los pagos a proveedores por suministro de bienes y servicios, pagos a y por cuenta de los empleados y otros pagos por actividades de operación. Posteriormente en 2023 se exhibió una caída en las cuentas pagos a proveedores por el suministro de bienes y servicios y otros pagos por actividades de operación.

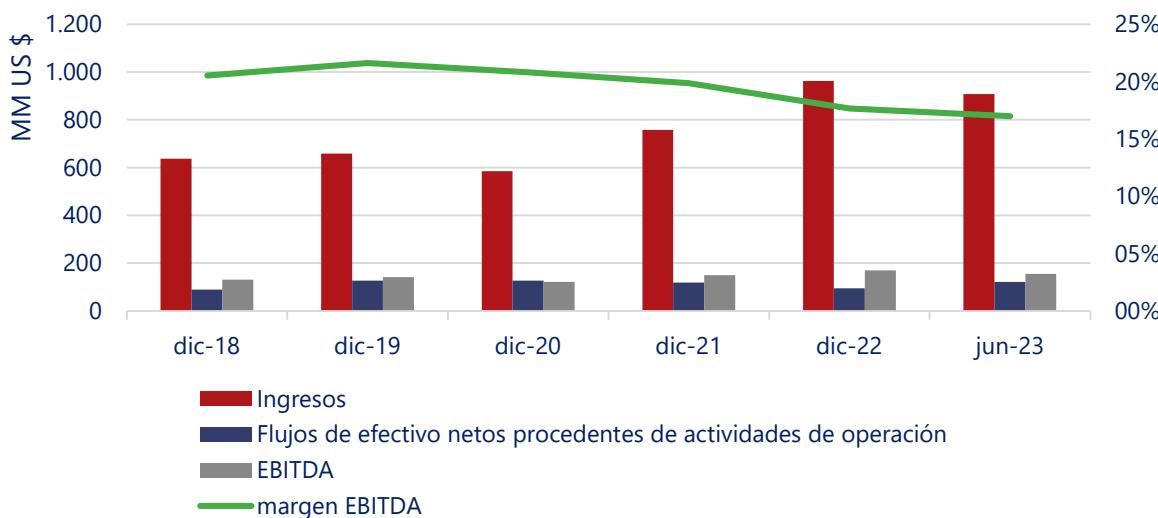


Ilustración 2: Evolución de ingresos, flujo de la operación, EBITDA y margen EBITDA

Evolución del endeudamiento

Al 30 de junio de 2023, los pasivos financieros consolidados de **GEN** alcanzaban US \$ 582,9 millones, lo que se traduce en un aumento de 2,6% respecto diciembre de 2022. Un 33,2% de esta deuda proviene de los compromisos de AGUNSA, un 29,6% de obligaciones individuales de **GEN**, un 17,4% de las filiales CMC Arauco, CMC Angol, CMC Andes y CMC Atacama, un 6,8% de CMC, y el resto de las demás empresas del grupo. Del total de pasivos financieros, un 62,1% corresponde a obligaciones con bancos, un 29,4% a obligaciones con el público (bonos) y un 8,5% a pasivos por arrendamiento.

Los indicadores de endeudamiento relativo exhibieron alzas en 2020 explicado por la baja en los flujos (esencialmente del segmento agenciamiento por disminución en los niveles de actividad bajo el contexto covid y específicamente en las operaciones de *bunkering*), no obstante, en adelante los indicadores se han mantenido en niveles inferiores y relativamente estables hasta alcanzar *ratios* de deuda financiera sobre flujo de caja de largo plazo²³ de 5,2 veces y deuda financiera a EBITDA de 3,8 veces en 2023.

²³ El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor

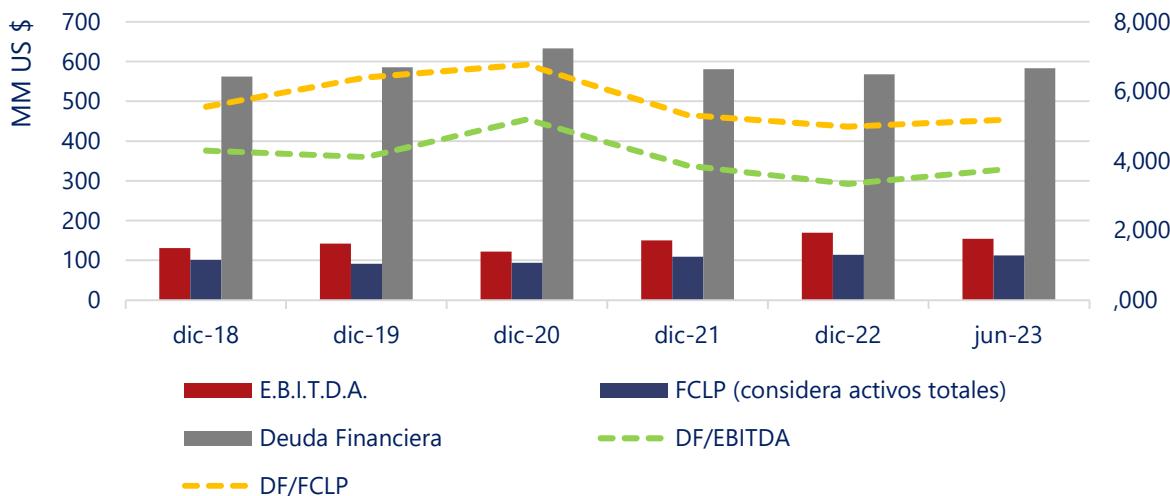


Ilustración 3: Evolución de la deuda financiera, EBITDA y FCLP

En la Ilustración 4 se muestra la evolución de los dividendos recibidos (promedio móvil últimos cinco años), la deuda financiera individual de **GEN** y la relación entre ambas variables. Al respecto, destaca el aumento en la deuda de **GEN** en 2020 que se explica por la emisión de bonos Serie B y E (UF 2 millones, y UF 1,5 millones, respectivamente) cuyos fondos se destinaron al refinaciamiento de pasivos de la sociedad y subsidiarias. En adelante, la relación deuda financiera individual sobre dividendos exhibe un comportamiento a la baja hasta alcanzar las 5,6 veces en junio de 2023.

como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

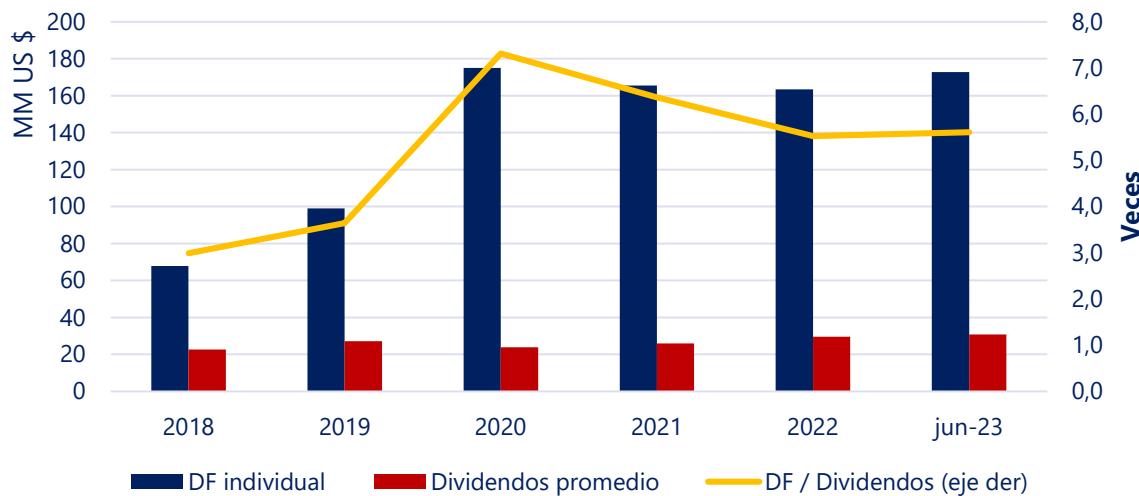


Ilustración 4: Dividendos recibidos y deuda financiera individual

El gráfico de la Ilustración 5 muestra el perfil de vencimientos de los pasivos financieros de **GEN** comparado con los dividendos recibidos por sus filiales. Se aprecia que, considerando los dividendos recibidos en promedio en el período 2018-2023, la compañía puede hacer frente a sus obligaciones financieras, excepto para el vencimiento de sus bonos *bullets* en los años 2028 y 2030, por US \$ 66,0 millones en 2028 y US \$ 90,2 millones, respectivamente. No obstante, de mantenerse la utilidad exhibida en junio 2023 (últimos doce meses) por parte de las principales filiales, los dividendos que se podrían percibir (retirando el 100%), serían cerca de US \$ 58,5 millones, lo cual mejoraría la situación para hacer frente a los pagos mencionados, aunque persiste el riesgo de refinanciamiento en 2028 y 2030 quedando sujeto a las condiciones de mercado y de la economía a la fecha del refinanciamiento.

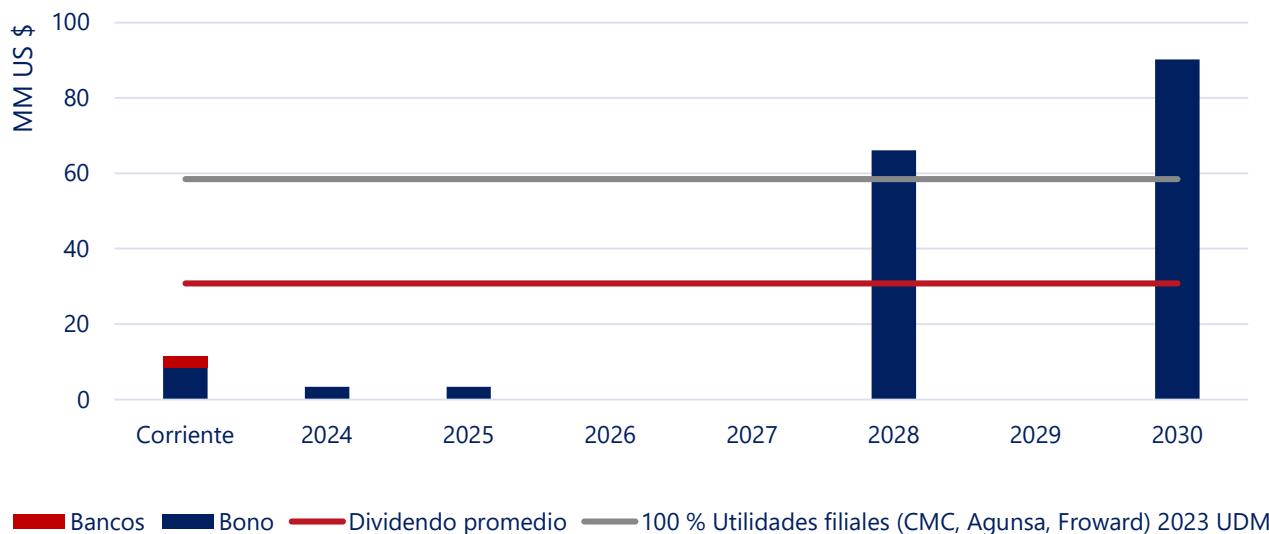


Ilustración 5: Evolución del perfil de vencimiento de **GEN** y reparto de dividendos de las filiales.

Evolución de la liquidez

La liquidez de **GEN** consolidado, medida a través de la razón circulante (activos corrientes sobre pasivos corrientes), se situó en 0,66 veces en 2019, producto de un aumento en su deuda financiera corriente (obligaciones con bancos pasaron desde US \$ 91,1 millones a US \$ 176,8 millones) manteniendo el *ratio* por debajo de la unidad. Posteriormente, esta medición ha exhibido mejoras hasta alcanzar las 1,2 veces en 2022 y las 1,1 veces en la observación más reciente (junio 2023). Cabe mencionar, que el alza en 2022 se debe a una fuerte disminución en las obligaciones con bancos.

A nivel de filiales, la liquidez de Agunsa a junio de 2023 fue igual a 1,3 veces, la de CMC 0,7 veces y la de Cabo Froward 1,2 veces.

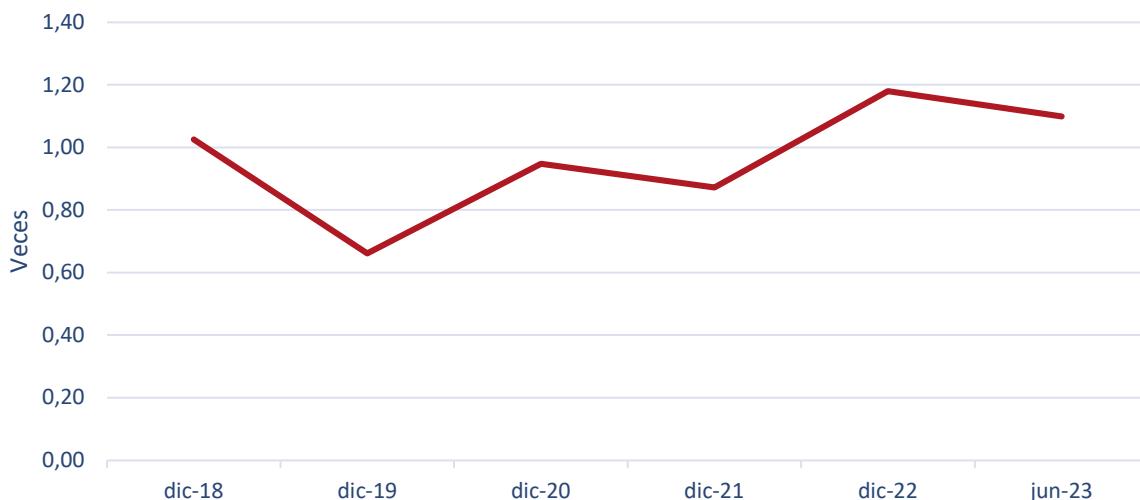


Ilustración 6: Evolución liquidez medida como razon circulante

Evolución de la rentabilidad²⁴

Las rentabilidades exhiben cierto comportamiento volátil con caídas en 2020, alzas en 2021 y una contracción en lo más reciente. La baja de 2020 se atribuye principalmente a una fuerte contracción en las utilidades por menor margen bruto (disminución en los niveles de actividad bajo el contexto de pandemia y específicamente en las operaciones de *bunkering*) y efectos negativos por concepto de diferencia de cambio. No obstante, en 2021 se exhibió una fuerte recuperación en los márgenes y resultado final (con un efecto positivo en las diferencias de cambio).

La contracción más reciente, se debe principalmente a una menor utilidad a partir del efecto de las diferencias de cambio, caída en el margen bruto y alzas en los gastos de administración. De esta manera, las rentabilidades sobre activo, patrimonio y operacional fueron de 2,5%, 6,8% y 9,5%, respectivamente en 2023 (5,3%, 14,7% y 11,0% en 2022, respectivamente).

²⁴ Rentabilidad operacional: Resultado operacional/Activos corrientes promedio + Propiedades planta y equipo promedio.

Rentabilidad del patrimonio: Ganancia (Pérdida)/Patrimonio total promedio.

Rentabilidad total del activo: Ganancia (pérdida)/ Activos totales promedio.

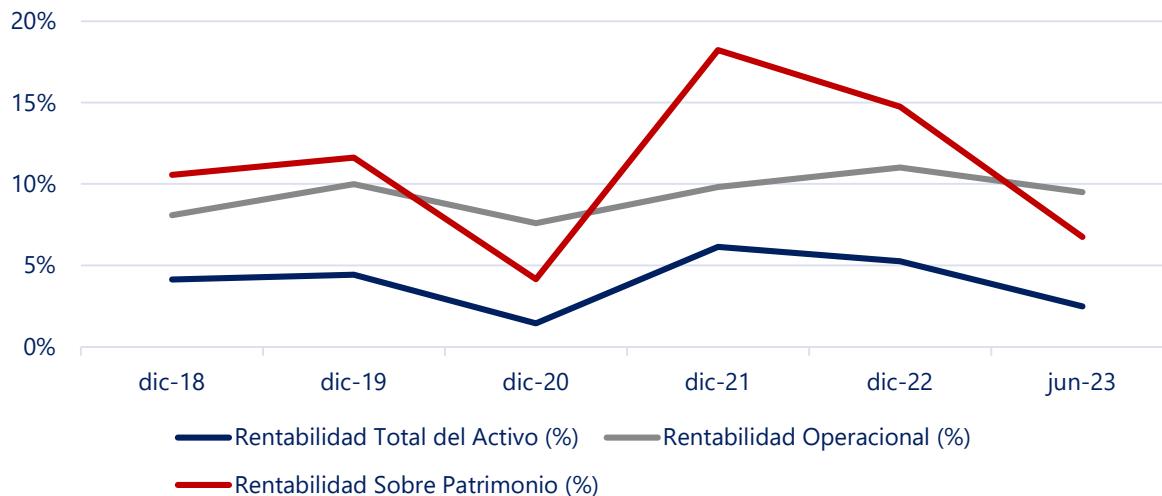


Ilustración 7: Evolución de las rentabilidades

Acciones

A continuación, se presenta el comportamiento de las acciones de la compañía a junio de 2023, en términos de presencia promedio (días en que los montos transados superaron las UF 200). La presencia promedio de la acción de **GEN** a noviembre de 2023 llega a 5,1%, cabe mencionar que cuenta con *market maker*²⁵.

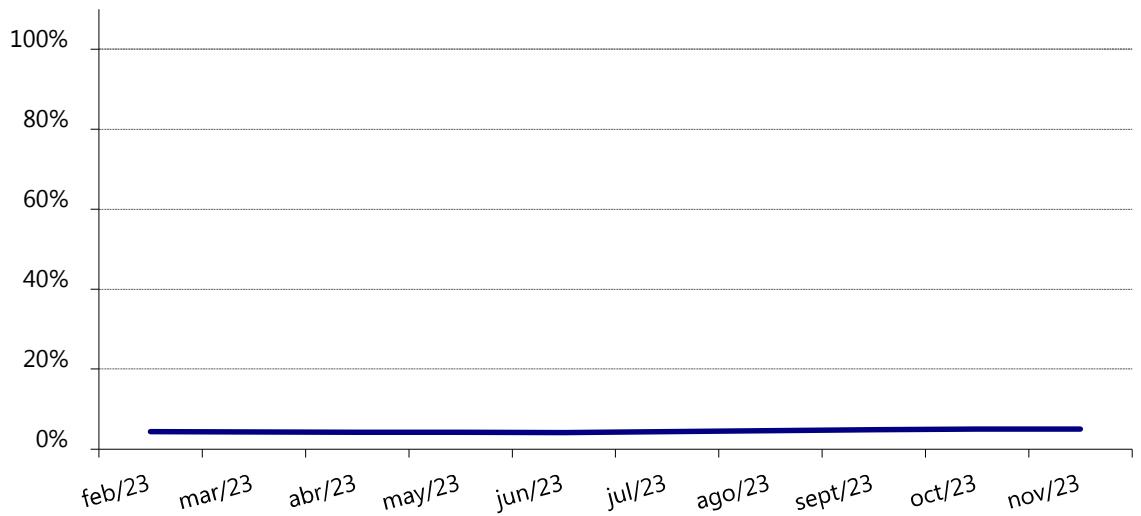


Ilustración 8: Presencia promedio (%)

²⁵ Bice Inversiones Corredores de Bolsa.

Covenants

Las siguientes son las características de la línea de bonos y bonos emitidos por **GEN**:

Covenants líneas de bonos N° 659		
Covenant	Definición	
Patrimonio mínimo	Mantener en sus Estados Financieros un Patrimonio mínimo trescientos millones de dólares. DEF. Patrimonio: Significará la partida "Patrimonio Total" de los Estados Financieros.	M US \$473.329
Caja mínima consolidada	Mantener una Caja Mínima Consolidada por un monto mínimo de veinte millones de dólares. Se entenderá por "Caja Mínima Consolidada" el resultado de la suma de las partidas "Efectivo y Equivalente al efectivo" de los estados financieros consolidados del emisor.	M US \$835.586
Nivel de Endeudamiento Financiero	Mantener una Deuda Financiera Neta Individual en sus estados financieros trimestrales bajo IFRS menor o igual a 0,725 veces su patrimonio individual. /ii/ Asimismo, el Emisor se obliga a incluir el resultado de cálculo del Nivel de Endeudamiento Financiero en una nota de los EIFF señalando si cumple con el límite aquí establecido e indicando el detalle y monto de las cuentas que lo componen.	0,43 veces
Deuda Financiera Neta Consolidada a EBITDA Consolidado	Mantener una Deuda Financiera Neta Consolidada a EBITDA Consolidado menor o igual a 5,5 veces al cierre de cada trimestre, a ser medido en forma trimestral.	3,16 veces
Participación en filiales relevantes y Control	<i>El Emisor deberá mantener la propiedad, ya sea en forma directa o a través de Filiales, de acciones emitidas por las sociedades que sean Filiales Relevantes que: /I/ representen más de la mitad del capital social de cada una de ellas; y /ii/ permitan al Emisor calificar como controlador de dichas sociedades, en los términos del art. 97 de la Ley de Mercado de Valores. Se entenderá cumplida la obligación establecida en este número 10 si el Emisor enajenare su participación en una o más de las Filiales Relevantes y se cumplen las siguientes condiciones copulativas: /i/ Que dentro del plazo de 30 días corridos contado desde la enajenación de la participación en la o las Filiales Relevantes de que se trate, el Emisor informe al RTB, mediante comunicación entregada por medio de un notario, cuál o cuáles de sus Filiales reemplazarán dentro del listado de Filiales Relevantes a la Filial que hubiere dejado de ser Filial Relevante por haber el Emisor enajenado su participación; y /ii/ Que el EBITDA acumulado de los últimos doce meses de la o las nuevas Filiales Relevantes, que reemplazarán a la Filial Relevante que hubiere dejado de ser Filial Relevante por haber el Emisor enajenado su participación, ponderado por el % de participación de propiedad que el Emisor posea de dicha o dichas Filiales, sea mayor o igual al EBITDA acumulado de los últimos doce meses generado por la Filial Relevante en que el emisor que hubiere dejado de ser Filial Relevante por haber éste enajenado su participación, ponderado por el % de participación de propiedad que el Emisor posea de dicha Filial Relevante.</i>	

Covenants líneas de bonos N° 983		
Covenant	Definición	30-jun-23
Caja mínima Consolidada	Mantener una Caja Mínima Consolidada por un monto mínimo de veinte millones de dólares. Se entenderá por "Caja Mínima Consolidada" el resultado de la suma de las partidas "Efectivo y Equivalente al efectivo" de los estados financieros consolidados del emisor.	M US \$835.586
Patrimonio mínimo	Mantener en sus Estados Financieros un Patrimonio mínimo ciento cincuenta millones de dólares. DEF. Patrimonio: Significará la partida "Patrimonio Total" de los Estados Financieros.	M US \$473.329
Nivel de endeudamiento financiero	Mantener una Deuda Financiera Neta Individual en sus estados financieros trimestrales bajo IFRS menor o igual a 0,725 veces su patrimonio individual. /ii/ Asimismo, el Emisor se obliga a incluir el resultado de cálculo del Nivel de Endeudamiento Financiero en una nota de los EIFF señalando si cumple con el límite aquí establecido e indicando el detalle y monto de las cuentas que lo componen.	0,43 veces

Ratios financieros

Ratios Financieros	2018	2019	2020	2021	2022	jun-23
Ratios de liquidez						
Liquidez (veces)	1,43	1,41	1,41	1,37	1,32	1,33
Razón Circulante (Veces)	1,03	0,66	0,95	0,87	1,18	1,10
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	0,97	0,64	0,93	0,85	1,16	1,07
Razón Ácida (veces)	0,99	0,64	0,92	0,85	1,13	1,04
Rotación de Inventarios (veces)	63,94	59,17	56,51	74,66	67,28	50,61
Promedio Días de Inventarios (días)	5,71	6,17	6,46	4,89	5,42	7,21
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	5,54	5,38	5,28	4,53	5,03	5,42
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	65,89	67,88	69,08	80,59	72,53	67,30
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	4,35	4,54	4,33	3,17	5,02	5,13
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	83,92	80,46	84,34	115,18	72,72	71,13
Diferencia de Días (días)	18,03	12,58	15,26	34,59	0,19	3,83
Ciclo Económico (días)	12,32	6,41	8,80	29,70	-5,24	-3,38

Ratios de endeudamiento	2018	2019	2020	2021	2022	jun-23
Endeudamiento (veces)	0,60	0,64	0,67	0,66	0,63	0,63
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	1,48	1,76	1,99	1,93	1,70	1,69
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,45	0,77	0,46	0,83	0,56	0,55
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	4,30	4,12	5,20	3,86	3,34	3,78
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,23	0,24	0,19	0,26	0,30	0,26
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	78,18%	76,70%	78,90%	69,59%	70,16%	73,04%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	0,64%	2,58%	1,99%	1,18%	1,71%	1,51%
Veces que se gana el Interés (veces)	1,99	2,28	0,95	3,76	2,89	1,23

Ratios de rentabilidad	2018	2019	2020	2021	2022	jun-23
Margen Bruto (%)	22,36%	21,84%	20,91%	20,45%	18,37%	18,44%
Margen Neto (%)	7,84%	8,10%	2,98%	10,06%	6,97%	3,48%
Rotación del Activo (%)	52,93%	54,99%	48,50%	59,78%	74,76%	71,40%
Rentabilidad Total del Activo (%) *	4,20%	4,52%	1,47%	6,21%	5,28%	2,51%
Rentabilidad Total del Activo (%)	4,13%	4,44%	1,45%	6,16%	5,25%	2,50%
Inversión de Capital (%)	148,20%	152,38%	170,74%	153,71%	137,66%	137,86%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	112,63	-5,85	-44,32	-15,62	18,50	32,14
Rentabilidad Operacional (%)	8,08%	9,98%	7,60%	9,81%	11,03%	9,50%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	10,56%	11,62%	4,17%	18,21%	14,74%	6,75%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	69,72%	71,16%	71,04%	72,93%	75,93%	75,44%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	77,64%	78,16%	79,09%	79,55%	81,63%	81,56%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	9,10%	8,99%	9,04%	7,82%	7,11%	8,45%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	16,10%	19,88%	16,45%	22,59%	24,16%	19,72%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	20,53%	21,62%	20,81%	19,84%	17,66%	17,01%

"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 que éste ha hecho pública o ha remitido a la Comisión para el Mercado Financiero y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."