



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Anual y Cambio de
Clasificación y Tendencia**

Analistas

Carlos García B.

carlos.garcia@humphreys.cl

Elisa Villalobos H.

elisa.villalobos@humphreys.cl

Tel. (56-2) 2433 5200

Grupo Empresas Navieras S.A.

Enero 2014

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 2433 52 00 – Fax 2433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Tipo de instrumento	Categoría
Bonos	BBB+
Tendencia	Desfavorable ¹
Acciones	Primera Clase Nivel 4 ²
Tendencia	Estable ³
EEFF base	Septiembre de 2013

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda

Línea de Bonos a 30 años Serie A	Nº 659 de 12.04.2011 Primera Emisión
-------------------------------------	---

Estado de Resultados Consolidado IFRS

M US\$	2008	2009	2010	2011	2012	Ene-Sep 2012	Ene-Sep 2013
Ingresos de Actividades Ordinarias	1.359.453	917.194	1.273.860	1.508.071	1.482.146	1.111.537	1.031.794
Costo de ventas	-1.285.395	-876.453	-1.109.953	-1.492.398	-1.340.623	-1.009.105	-939.839
Ganancia Bruta	74.058	40.741	163.907	15.673	141.523	102.432	91.955
Gastos de administración	-71.345	-67.600	-75.597	-81.263	-89.552	-61.373	-66.146
Resultado operacional	3.059	-26.510	85.535	-67.466	52.830	40.414	23.507
Costos financieros	-11.351	-9.516	-10.068	-13.142	13.414	-10.359	-10.654
Utilidad del Ejercicio	-6.888	-20.082	69.402	-46.193	43.615	30.076	28.300
EBITDA	17.939	-11.570	105.655	-46.253	76.299	57.469	40.626

¹ Tendencia anterior: Estable

² Clasificación anterior: Primera Clase Nivel 3

³ Tendencia anterior: Desfavorable.

Balance General Consolidado IFRS							
M US\$	2008	2009	2010	2011	2012	Ene-Sep 2012	Ene-Sep 2013
Activos Corrientes	236.486	226.671	294.632	308.899	311.924	313.132	268.978
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	73.249	71.277	99.858	63.263	60.169	88.849	51.327
Activos No Corrientes	370.243	395.356	404.717	473.589	489.530	488.857	557.891
Total Activos	606.729	622.027	699.349	782.488	801.454	801.989	826.869
Pasivos Corrientes	229.630	244.545	249.771	268.528	248.161	245.777	256.044
Pasivos No Corrientes	167.526	190.750	189.868	229.564	235.464	242.590	237.298
Pasivos Totales	397.156	435.295	439.639	498.092	483.625	488.367	493.342
Patrimonio total	209.573	186.732	259.710	284.396	317.829	313.622	333.527
Patrimonio y Pasivos, Total	606.729	622.027	699.349	782.488	801.454	801.989	826.869
Deuda Financiera	199.122	165.364	204.628	258.577	252.639	245.656	260.382

Opinión

Fundamento de la clasificación

Grupo Empresas Navieras S.A. (GEN) es la sociedad matriz de las empresas Compañía Chilena de Navegación Interoceánica S.A. (CCNI, dedicada al transporte marítimo), Agencias Universales S.A. (Agunsa, agenciamiento naviero 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., Terminal Puerto Arica S.A. e Iquique Terminal Internacional S.A. e indirectamente, a través de Agunsa, en las concesiones de los aeropuertos de Santiago, Calama, La Serena y Punta Arenas y, a través de sus filiales, en otras sociedades, tanto nacionales como extranjeras (algunas constituidas sólo como vehículos de inversión).

Entre enero y septiembre de 2013 **GEN** generó ingresos consolidados por US\$ 1.031,8 millones y un EBITDA de US\$ 40,6 millones. Los ingresos cayeron 7,2%, respecto al mismo periodo de 2012, debido a la disminución en 8,8% en el transporte marítimo y un 5% en los servicios de carga, producto del menor volumen transportado en contenedores y similar nivel de precios de los fletes.

A la misma fecha su deuda financiera consolidada alcanzaba los US\$ 260,4 millones (de los cuales US\$ 55,3 millones corresponden a bonos), con un patrimonio total de US\$ 333,5 millones.

En los nueve primeros meses de 2013, sus principales filiales, CCNI, Agunsa y Cabo Froward, tuvieron ingresos por US\$ 621,3 millones, US\$ 404,8 millones y US\$ 24,3 millones, respectivamente. La deuda financiera consolidada a septiembre, que ascendía a US\$ 260,4 millones, correspondía en 53,60% a obligaciones de Agunsa, en 11,18% a CCNI, en 11,36% a Cabo Froward y el 23,87% restante a la matriz.

En los últimos cinco años el emisor ha percibido en promedio, por concepto de dividendos de filiales, US\$ 9,1 millones anuales, de los cuales cerca del 65,4% provino de Agunsa.

La modificación en la tendencia, desde “*Estable*” a “*Desfavorable*”, obedece a las inversiones que están llevando a cabo GEN y su filial CCNI que, de no responder a sus expectativas podrían implicar una presión a los flujos del emisor.

En el caso de **GEN**, la compañía ha constituido dos filiales –Angol Navigation y Arauco Navigation-, manteniendo el 75% de la propiedad de cada una, con el objeto de comprar dos barcos que significaran una inversión total de US\$ 164 millones de los cuales el 81%, US\$ 133 millones, serán financiados vía crédito tomado por dichas filiales. Estas embarcaciones serían arrendadas a empresas del sector naviero, ya sea a terceros o a sociedades relacionadas. Entendiendo que es una operación que, a juicio del emisor, pretende aprovechar oportunidades de mercado, se trata de un tipo de negocio que no responde a la orientación tradicional de las actividades de la sociedad emisora, alterando su *mix* de inversiones. Además, dada las características del proyecto, las filiales mantendrán una estructura de financiamiento equivalente a una relación deuda sobre patrimonio de 4,3 veces, superior a las 1,5 veces que presenta **GEN** en términos consolidados (septiembre de 2013). Asimismo, el análisis incorpora que los nuevos pasivos financieros, al margen que el emisor tenga una participación del 75%, representan el 51% de su deuda financiera consolidada a septiembre de 2013.

La clasificación de riesgo asignada a la emisión de los títulos de deuda con cargo a la línea de bonos de la compañía, se sustenta en la experiencia del grupo en el giro propio de sus inversiones-filiales y en la sinergia que tal *mix* de empresas origina, al abarcar el rango completo de servicios de transporte marítimo y relacionado. También se reconoce el que **GEN** sea la controladora de sus principales inversiones, CCNI, Agunsa y Froward, 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.

Otro atributo de relevancia que apoya la clasificación de la línea de bonos corresponde al posicionamiento y solvencia de Agunsa, empresa cuyos ingresos y generación de utilidades tienen una elevada estabilidad, situación que le permite a **GEN** contar con un flujo de dividendos de relativamente bajo riesgo a lo largo del tiempo; además, de suficientes medidos en relación con el pago anual de los bonos.

En forma complementaria, también se reconoce positivamente la participación del grupo, a través propio y de Agunsa, en diversas concesiones de infraestructura de transporte, como son aeropuertos y puertos

marítimos, situación que ayuda a la diversificación de ingresos de la compañía a través de la recepción de dividendos. Del mismo modo, si bien se reconoce que **GEN** no es controladora de los puertos de Arica, Iquique y Antofagasta, sí se considera positivamente su presencia en dichas inversiones, por cuanto constituyen una fuente adicional de flujos de caja, a través de la recepción de dividendos.

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

Desde otra perspectiva, 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 temas meramente contables, así como la presión que conllevan las eventuales necesidades de aumento de capital de las empresas que controla.

La clasificación toma en cuenta la dependencia de las inversiones del emisor, en mayor o menor grado, al comportamiento del comercio exterior chileno, así como los riesgos específicos asociados a CCNI, Agunsa y Cabo Froward.

En particular, se debe tener en cuenta la volatilidad de los flujos de las empresas de transportes de contenedores como lo es la filial CCNI, lo que puede impactar fuertemente los resultados de **GEN** en años de contracción de este mercado (como la situación experimentada en 2011), independientemente del rendimiento del resto de sus filiales. Además, dicha situación puede implicar la necesidad de aumentos de capital para poder enfrentar eventuales pérdidas, lo que puede significar una presión adicional sobre los flujos recibidos por la matriz.

En el caso de Agunsa, sus riesgos están relacionados principalmente con la competencia que enfrenta por parte de otros operadores de servicios portuarios, así como la concentración de sus clientes. Además, se considera como factor de riesgo la caducidad durante 2015 de la concesión del Aeropuerto de Santiago.

Los riesgos enfrentados por Froward se refieren principalmente a la concentración de ingresos por clientes y por rubros.

Con todo, se reconoce que la filial CCNI, en su larga trayectoria de más de 80 años, ha mostrado una administración capaz de enfrentar adecuadamente los recurrentes ciclos contractivos de la industria. Sin embargo, también se considera que, independientemente de la participación de mercado en sus rutas relevantes, la empresa debe competir con operadores de un tamaño significativamente superior y con mayor acceso a las distintas fuentes de financiamiento.

A futuro, la clasificación de la línea de bonos de **GEN** podría mejorar en la medida que la empresa aumente su diversificación de ingresos, disminuya la importancia relativa de la volatilidad de los resultados de la filial CCNI y eleve de manera consolidada su generación de flujos de caja.

Para la mantención de dicha clasificación se hace necesario que la empresa no eleve de manera drástica su nivel relativo de endeudamiento financiero, y que además conserve el control de sus filiales.

Las acciones se han clasificado en “Primera Clase Nivel 4” en virtud que su presencia bursátil promedio se ha situado en torno a un 1,5% durante los últimos diez meses. Esta ha caído paulatinamente, en marzo de 2012 fue de 30,5%, en septiembre de 2012 fue de 12,9%, para finalizar el año en 6,9%. A noviembre de 2013 la presencia se sitúa en 0,9%.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Demanda semi-cautiva con precios competitivos
- Altas barreras de entrada

Fortalezas complementarias

- Costo de cambio de clientes
- Alta predicción de la demanda de largo plazo
- Adecuado perfil de pago de deuda
- Bien asimilable a los de primera necesidad

Fortalezas de apoyo

- Capacidad comercial y de gestión demostrada en los hechos
- Insumo de baja contaminación comparativa

Riesgos considerados

- Interrupción de suministro de GNL (de baja probabilidad, pero de impacto severo)
- Riesgo regulatorio (de impacto moderado)
- Riesgos tecnológicos (de baja probabilidad)

Hechos recientes

Resultados consolidados e individuales a septiembre de 2013

Entre enero y septiembre de 2013 **GEN** generó ingresos consolidados por US\$ 1.031,8 millones⁴ y un EBITDA de US\$ 40,6 millones. Los ingresos cayeron 7,2%, respecto al mismo periodo de 2012. Esta caída se debe a la baja en 8,8% en los ingresos de CCNI, por la menor actividad en el transporte marítimo, y a la caída en 5% de los ingresos de Agunsa, producto del menor volumen transportado en contenedores y similar nivel de precios de los fletes.

Mientras que en el caso de Froward, se incrementaron un 9,6%. Esto último no genera un impacto demasiado significativo considerando que esta filial representa un 2,32% de los ingresos consolidados totales.

En CCNI los ingresos disminuyeron 8,8% llegando a US\$ 621,3 millones como consecuencia del menor volumen transportado en contenedores y menor nivel general de precios de los fletes. A pesar de que los costos de venta disminuyeron 7,5%, la ganancia bruta se redujo en 50,6%, lo que se explica por la estructura más bien fija de los costos. Si a este resultado se le agrega el incremento de 5,3% en los gastos

⁴ La suma de los ingresos individuales es mayor a la consolidada, dadas las ventas entre filiales, aunque en una proporción muy pequeña.

de administración, totalizando los US\$ 16,3 millones, esto impacta en el resultado operacional de la compañía finalizando con pérdidas de US\$ 5,7 millones. Así, se reviertan los números positivos de 2012. Por su parte, el resultado del ejercicio pasó de una ganancia de US\$ 5,5 millones a una pérdida de US\$ 7,1 millones. El EBITDA siguió la misma tendencia, si en los primeros meses de 2012 alcanzó los US\$ 11,0 millones, a septiembre de 2013 cerró con un valor negativo de US\$ 800 mil.

Para Agunsa los ingresos disminuyeron un 5%, totalizando US\$ 404,8 millones, debido a la baja generada en el negocio de Bunker de la subsidiaria Inversiones Maritimas Universales. Este efecto se compensó con una disminución de 6,4% de los costos de venta, con lo que el margen de explotación se elevó hasta US\$ 72,9 millones, lo que representa un crecimiento de 1,8% en el período. Por su parte, los gastos de administración aumentaron en 5,3%, hasta US\$ 43,1 millones, derivando en que el resultado operacional se redujera en 1,7%, hasta US\$ 28,8 millones. Finalmente, como la empresa ha decidido potenciar nuevos negocios que representan márgenes altos, como son las representaciones y la explotación de negocios logísticos, la consecuencia de ello fue que la utilidad de Agunsa creció 27,3%, llegando a US\$ 32,9 millones, no obstante el EBITDA disminuyó 1,85%, situándose en US\$ 37,6 millones.

Por su parte, los ingresos de explotación de Froward crecieron 9,61%, hasta US\$ 24,3 millones. Este aumento se debe al incremento en las toneladas transferidas. Los costos de ventas y los gastos de administración, aunque crecieron 6,1% y 12,5%, respectivamente, no mellaron el crecimiento del resultado operacional, el que creció 8,8% hasta US\$ 6,1 millones. La utilidad del ejercicio y el EBITDA, en tanto, aumentaron 6,7% y 6,3%, hasta US\$ 3,7 y US\$ 9,3 millones, respectivamente.

Considerando los resultados antes descritos de las filiales, en los nueve primeros meses de 2013 **GEN** obtuvo un resultado de explotación de US\$ 92 millones, lo que implicó una disminución de 10,2%, principalmente por la pérdida de CCNI.

Eventos recientes

Compra de nuevas naves

GEN creó dos nuevas filiales, en Liberia, que se denominan Arauco Navigation Ltd. y Angol Navigation Ltd. La creación de estas sociedades tiene el fin de utilizarlas como vehículos de inversión para la adquisición de dos nuevas naves, de 9.000 TEUS cada una. Según consta en el hecho esencial, el capital de estas filiales será constituido en la medida que se necesite para los pagos iniciales de construcción y habilitación de las naves que la compañía está fabricando en un astillero de Corea del Sur, estimándose que el capital de cada filial será de aproximadamente USD\$ 19,5 millones. **GEN** tendrá el 75% de propiedad de estas naves y el 25% restante estará en manos de la empresa alemana armadora NSC Holding.

Ambas filiales han suscrito contratos de crédito con el banco de origen alemán Nord LB. La entidad financiará hasta US\$ 125 millones, para una inversión que sumará US\$ 172 millones (USD\$ 86 millones cada nave). Las naves, que servirían el mercado asiático, serían arrendadas a CCNI.

Posteriormente, y en forma análoga, CCNI obtuvo acceso a préstamos bancarios, que le permitió adquirir dos naves bajo la misma modalidad de constitución de filiales, creando las sociedades Atacama Navigation y Andes Navigation.

En principio la propiedad de las naves sería un 55% de CCNI y un 45% de la armadora NSC Holding. Una vez entregadas las embarcaciones, en mayo y diciembre de 2015, CCNI vendería un porcentaje de la propiedad, de modo que la deuda adquirida con el banco alemán Nord LB, de US\$66 millones por barco, no sería consolidada en CCNI. Con esto la administración espera que sus flujos se estabilicen y bajar los costos de operación, y así enfrentar un entorno en que las tarifas son altamente volátiles.

A continuación, se presentan los montos de los préstamos y el pago anual correspondientes al financiamiento adquiridos por la compra de los navíos.

Sociedad	Préstamo con Nord LB En miles de dólares	Préstamo con Astillero En miles de dólares	Pago anual Nord LB En miles de dólares	Pago Anual Astilleros En miles de dólares	Dueño	Participación en la sociedad
Angol Navigation Ltd.	62.500	4.000	5.208	571	GEN	75,00%
Arauco Navigation Ltd.	62.500	4.000	5.208	571	GEN	75,00%
Andes Navigation Ltd.	66.000	4.000	5.500	571	CCNI	55,30%
Atacama Navigation Ltd.	66.000	4.000	5.500	571	CCNI	55,30%

Potenciamiento de Agunsa

La empresa acordó evaluar un plan de potenciamiento para la filial Agunsa, que contempla la fusión de esta última con la filial Portuaria Cabo Froward y con una segunda sociedad denominada Portuaria Mar Austral. A Mar Austral, **GEN** le aportaría previamente sus inversiones portuarias, esto es, sus participaciones en las sociedades concesionarias de los puertos de Arica, Iquique, Antofagasta y Talcahuano, creándose como resultado una división portuaria en aquella compañía.

Definición categorías de riesgo

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.

“+”: Corresponde a los títulos de deuda con menor riesgo relativo dentro de su categoría

Tendencia Desfavorable

Corresponde a aquella clasificación que podría verse desmejorada como consecuencia de la situación o tendencia mostrada por el emisor.

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 aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

Oportunidades y fortalezas

Experiencia: 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 principales fortalezas de **GEN** y de sus filiales, lo que le ha servido como activo para hacer frente a los períodos de contracción del negocio los que, en el caso de CCNI, han sido recurrentes en el tiempo. Si bien **GEN** data del año 1983, sus principales filiales, CCNI y Agunsa, tienen 84 años y 54 años de historia, habiendo operado en distintos ciclos económicos y políticos. Además, se reconoce el apoyo financiero entregado por la empresa a su filial CCNI durante el período contractivo de 2008-2009.

Mix de inversiones: El conjunto de inversiones de la compañía, aunque en forma limitada, contribuye a la diversificación de los ingresos del emisor, atenuando así los vaivenes del mercado en el que se desempeña CCNI con la mayor estabilidad presentada por Agunsa y Portuaria Cabo Froward. Asimismo, este *mix* permite la entrega a sus clientes de una oferta completa, a través de servicios de transporte marítimo, portuarios, y de distribución de productos. En los últimos cinco años, los dividendos provenientes de Agunsa han representado cerca del 65,4% del total recibido por **GEN**, fluctuando entre US\$ 2,6 millones y US\$ 11 millones, mientras que Froward repartió entre US\$ 0,84 millones y US\$ 1,5 millones (entre 10,8% y 15,4% de los dividendos recibidos por **GEN**) Desde el año 2000, sólo en dos años CCNI repartió dividendos.

Control de la política de dividendos: **GEN** es controlador de CCNI, Agunsa y Portuaria Cabo Froward, 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 recursos y a los requerimientos de flujos de las mismas filiales. Actualmente la empresa controla el 74,27% de CCNI, el 69,83% de Agunsa y el 66,00% de Froward.

Fortalezas de Agunsa: Esta empresa se ha caracterizado por un adecuado rendimiento operacional y un fuerte posicionamiento dentro de su mercado, lo que le da una mayor estabilidad a **GEN**, ayudando con ello a compensar, al menos en parte, la volatilidad de CCNI. Asimismo, su incursión en la concesión de los aeropuertos de Calama, La Serena, Santiago y Punta Arenas, así como otras inversiones, le permite un mayor flujo de caja y una mayor diversificación de éstos. La compañía además presenta una adecuada diversificación de ingresos, tanto por líneas de servicios como por clientes.

Participaciones accionarias: Las tres principales filiales de **GEN** (Agunsa, CCNI y Froward) son todas sociedades anónimas abiertas que se transan en la Bolsa de Valores de Santiago. 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 los precios de las últimas transacciones bursátiles, CCNI tendría un valor de US\$ 84,5 millones, Agunsa de US\$ 242 millones y Froward de US\$ 32,9 millones.

Comercio internacional: La globalización, proceso en el cual se encuentra la mayoría de los países, afecta directa y positivamente el desarrollo del comercio internacional y, con ello, el negocio de transporte marítimo (CCNI), el agenciamiento naviero (Agunsa) y la actividad portuaria (Portuaria Cabo Froward y ATI, TPA, ITI y TTP). En la misma medida se pueden considerar positivamente los tratados de libre comercio firmados por Chile y que se traducen en una mayor actividad comercial desde y hacia los puertos chilenos.

Factores de riesgo

Alta dependencia del transporte marítimo: La sociedad depende mayoritariamente de la transferencia de productos y servicios relacionados con el transporte marítimo. Esto la hace muy vulnerable a las oscilaciones del intercambio comercial entre Chile y el resto del mundo (importaciones y exportaciones). El rendimiento de esta industria está muy correlacionada con factores como precios de materias primas y de *commodities* (el combustible usado es derivado del petróleo) y a los niveles de producción e intercambio de bienes y servicios.

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, los resultados podrían verse afectados por situaciones contables. Por ejemplo, las pérdidas acumuladas que CCNI tenía al cierre de 2010 (que continúan a la fecha), producto de la crisis experimentada

en 2008-2009, impidió el reparto de dividendos, pese a haber tenido en 2010 y 2012 ejercicios con ganancias.

Riesgos asociados a CCNI: Los principales riesgos de **GEN** tienen relación con aquellos asociados a CCNI, entre los que resalta su fuerte exposición a crisis que afecten el comercio internacional, los recurrentes exceso de oferta que afectan las tarifas de la industria, y su bajo patrimonio en comparación con operadores de los países del norte. Estos riesgos se consideran relevantes, tanto por su fuerte impacto para la filial como por la importancia relativa de CCNI dentro de los ingresos del emisor. Cabe mencionar que CCNI registró pérdidas en tres de los últimos cinco ejercicios terminados, esto es entre 2008 y 2012 incluidos. Mientras que a septiembre de 2013 la empresa presenta pérdidas por US\$ 7,1 millones.

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. Además, se acerca la terminación del período de concesión del Aeropuerto de Santiago, operación que si bien no es consolidada por la empresa, sí contribuye a la generación de negocios. También se debe considerar la elevada concentración por cliente de los ingresos.

Riesgos asociados a Cabo Froward: Los principales riesgos tienen relación con la alta concentración que presentan las operaciones de la empresa, tanto en términos del número de clientes como por el tipo de carga movilizada, además de originarse los ingresos en sólo dos puertos, Coronel y Calbuco.

Riesgos asociados a Mar Austral: Se trata de un negocio en una primera etapa de desarrollo, que pretende consolidarse como un puerto en el área de Laguna Verde, Región de Valparaíso.

Antecedentes generales

Historia

GEN se creó en 1983, en la ciudad de Valparaíso, con el nombre de Euroandina de Inversiones S.A.

El objeto principal de la compañía es la inversión en acciones y valores mobiliarios, manteniendo actualmente participación accionaria directa o derechos en las siguientes empresas: Compañía Chilena de Navegación Interoceánica S.A., Agencias Universales S.A., Portuaria Cabo Froward S.A., Antofagasta Terminal Internacional S.A., Talcahuano Terminal Portuario S.A., Terminal Puerto Arica S.A., Portuaria Mar Austral S.A., Iquique Terminal Internacional S.A., Angol Navigation Ltd., Arauco Navigation Ltd. Además, a través de sus filiales, participa en otras sociedades que en total suman más de 100 empresas, tanto nacionales como extranjeras.

Propiedad y administración

Accionistas

Los principales accionistas de **GEN** al 30 de septiembre de 2013, se presentan a continuación:

Sociedad	% de la propiedad
Inversiones Tongoy S.A.	20,94%
Sociedad de Inversiones Paine S.A.	20,94%
Axxion S.A.	14,72%
Euro Inversiones S.A.	7,68%
BTG Pactual Small Cap Chile fondo de inversión	6,64%
BTG Pactual Chile S.A. Corredores de Bolsa	6,23%
Soc. Nacional de Valores S.A.	5,18%
Del Bene Inversiones S.A.	4,61%
Banchile Corredores de Bolsa S.A.	2,81%
A.F.P. Provida S.A. fondo de Pensiones C	2,33%
A.F.P. Habitat S.A. para fondo de pensiones C	1,39%
Chile fondo de Inversión Small Cap	1,35%
Otros	5,18%

La sociedad no tiene un controlador, sin embargo Inversiones Tongoy S.A. y Sociedad de Inversiones Paine S.A., junto a Euro Inversiones S.A. (de propiedad de ambas en partes iguales) tradicionalmente han actuado de manera conjunta, aunque de por medio no existe un pacto que obligue a las partes.

Directorio y ejecutivos

El directorio de la compañía está formado por siete miembros, identificados a continuación:

Nombre	Cargo
Jose Manuel Urenda Salamanca	Presidente
Antonio Jabat Alonso	Vicepresidente
Hernan Soffia Prieto	Director
Beltrán Felipe Urenda Salamanca	Director
Franco Montalbetti Moltedo	Director
Mario Valcarce Duran	Director
Gonzalo Rojas Vildosola	Director
Francisco Gardeweg Ossa	Director
Jaime Cuevas Rodríguez	Director

La administración de la compañía está conformada por el Sr. Felipe Irrarrázaval Ovalle como gerente general y el Sr. Rodrigo Faura Soletic como gerente contralor.

Estructura societaria

La siguiente es la estructura de filiales del grupo:



Filiales y coligadas

Compañía Chilena de Navegación Interoceánica S.A. (CCNI)

CCNI : Estado de Resultados Consolidado IFRS							
M US\$	2008	2009	2010	2011	2012	Ene-Sep 2012	Ene-Sep 2013
Ingresos de Actividades Ordinarias	976.909	611.116	822.544	939.033	918.045	681.493	621.331
Costo de ventas	-991.468	-643.026	-742.229	-1.016.378	-884.064	-659.815	-610.632
Ganancia Bruta	-14.559	-31.910	80.315	-77.345	33.981	21.678	10.699
Gastos de administración	-17.343	-17.341	-21.210	-20.483	22.892	-15.456	-16.270
Resultado operacional	-31.902	-49.251	59.259	-98.116	10.834	5.993	-5.742
Costos financieros	-3.289	-2.660	-2.956	-2.212	-2.183	-1.759	-1.373
Utilidad del Ejercicio	-30.666	-41.675	47.041	-78.730	9.323	5.482	-7.101
EBITDA	-31.902	-49.251	67.341	-90.806	17.638	11.030	-800

CCNI: Balance General Consolidado IFRS							
M US\$	2008	2009	2010	2011	2012	Ene-Sep 2012	Ene-Sep 2013
Activos Corrientes	138.708	103.117	172.628	117.970	118.417	121.558	101.525
Efectivo y equivalentes	47.926	27.984	67.563	11.319	20.992	15.608	19.800
Activos Corrientes No	103.779	105.282	91.665	114.380	110.119	113.136	103.004
Total Activos	242.487	208.399	264.293	232.350	228.536	234.694	204.529
Pasivos Corrientes	151.436	137.822	132.678	155.328	106.311	114.336	95.297
Pasivos Corrientes No	46.015	46.059	33.757	22.619	31.810	33.784	25.918
Pasivos Totales	197.451	183.881	166.435	177.947	138.121	148.120	121.215
Patrimonio total	45.036	24.518	97.858	54.403	90.415	86.574	83.314
Patrimonio y Pasivos, Total	242.487	208.399	264.293	232.350	228.536	234.694	204.529
Deuda Financiera	55.164	48.476	40.248	40.973	34.612	35.734	29.101

Antecedentes generales

CCNI, con 84 años de historia, es una empresa dedicada al transporte marítimo de carga, en especial en aquellas rutas relacionadas con el comercio exterior chileno. La compañía entrega servicios en distintas rutas, especializándose en Asia, América y El Caribe, principalmente en viajes desde y hacia Sudamérica, a través del transporte de contenedores (que representan casi un 80% de los ingresos), de vehículos y de carga específica.

La compañía nació en 1930, con una flota inicial integrada por los buques "Valparaíso", "Santiago" y "Atacama".

La estructura de la sociedad, al igual que en la mayoría de las empresas del rubro, se caracteriza por la existencia de un gran número de filiales y coligadas que apoyan las actividades de la matriz en sus diferentes rutas.

CCNI cuenta con una diversidad de rutas que le permite participar en el transporte de distintos mercados y optimizar la utilización de su flota, aunque actualmente dos tercios de los contenedores se originan en rutas de Asia y Sudamérica. Sin perjuicio de lo anterior, presenta una participación de mercado reducida a nivel mundial.

A la fecha la compañía opera con más de 27 naves, de las cuales tres son de propiedad compartida y el resto arrendadas. Una de las características de la flota de CCNI es que los plazos de arriendo son en general

breves, lo que le permite aprovechar las condiciones en caso que el mercado presente una sobreoferta de naves, como en la actualidad, o reducir el número de naves en operación, para así reducir las pérdidas.

A pesar de ello, la empresa se orienta a un plan de compra de naves, que en 2015, espera que la relación de naves propias con que opere CCNI sea del 50% a 70%. Con esto, la empresa espera generar menores costos por arriendo y, dada la tecnología de las nuevas naves, ahorro en costos de combustibles.

A diciembre de 2015 la empresa operaría con cuatro buques propios, de 9.000 TEUs cada uno y con un costo de adquisición de aproximadamente US\$86 millones. Dos naves serán en 75% propiedad de **GEN** y el resto de la empresa alemana armadora NSC Holding, cuyo arriendo será cedido a CCNI por un plazo de 12 años, el mismo plazo del crédito de US\$66 millones por nave, otorgado por el Banco Alemán NordLB.

Tras obtener acceso al financiamiento, con un crédito otorgado por el mismo banco alemán, CCNI adquirió otras dos naves. En principio la propiedad de las naves será de 55% para CCNI y de 45% para la armadora NSC Holding. Una vez entregadas las embarcaciones, en mayo y diciembre de 2015, CCNI vendería un porcentaje de la propiedad de las mismas, de modo que la deuda adquirida con el banco alemán Nord LB, de US\$66 millones por barco, no se consolidaría en CCNI.

Desde otro punto de vista es importante señalar que CCNI se beneficia de las sinergias generadas con los negocios efectuados con las otras filiales de su matriz, tales como la logística, el agenciamiento y otros rubros.

Entre los riesgos principales que afectan a la compañía se destaca la volatilidad de los resultados, principalmente, por la variabilidad del precio del petróleo, principal insumo naviero, y por la inestabilidad de la tarifas de fletes, producto de los cambios en la relación entre oferta y demanda de carga. CCNI como participante en el negocio no es ajeno a estos riesgos, lo anterior viéndose reflejado en el Ebitda negativo presentado en tres de los cinco últimos periodos terminados. Es así como a septiembre de 2013 la empresa muestra un Ebitda negativo por US\$ 800.000.

Otro riesgo es su alto endeudamiento que, si bien ha ido disminuyendo, se mantiene en 1,5 veces medido como la relación deuda/ patrimonio.

Agencias Universales S.A. (Agunsa)

AGUNSA: Estado de Resultados Consolidado IFRS							
M US\$	2008	2009	2010	2011	2012	Ene-Sep 2012	Ene-Sep 2013
Ingresos de Actividades Ordinarias	384.388	313.146	457.128	572.739	560.386	426.025	404.765
Costo de ventas	-304.029	-246.496	-380.387	-486.980	-463.706	-354.408	-331.843
Ganancia Bruta	80.359	66.650	76.741	85.759	96.680	71.617	72.922
Gastos de administración	-49.451	-46.826	-49.312	-55.319	-58.792	-40.901	-43.060
Resultado operacional	30.908	19.824	25.266	27.741	35.820	29.260	28.775
Costos financieros	-7.246	-6.076	-5.978	-6.819	-6.919	-5.261	-6.190
Utilidad del Ejercicio	17.719	16.758	18.743	25.958	35.545	25.843	32.904
EBITDA	38.434	31.563	36.798	39.129	48.086	38.330	37.622

AGUNSA: Balance General Consolidado IFRS							
M US\$	2008	2009	2010	2011	2012	Ene-Sep 2012	Ene-Sep 2013
Activos Corrientes	99.163	130.768	130.867	147.413	167.628	159.523	167.250
Efectivo y equivalentes	24.153	32.203	26.414	27.896	34.724	35.587	28.761
Activos No Corrientes	190.138	197.768	211.816	237.987	252.557	251.846	286.658
Total Activos	289.301	328.536	342.683	385.400	420.185	411.369	453.908
Pasivos Corrientes	79.248	92.868	107.576	130.820	148.287	134.555	162.692
Pasivos No Corrientes	101.510	117.524	112.242	111.709	109.301	112.877	120.856
Pasivos Totales	180.758	210.392	219.818	242.529	257.588	247.432	283.548
Patrimonio total	108.543	118.093	122.865	142.871	162.597	163.937	170.360
Patrimonio y Pasivos, Total	289.301	328.536	342.683	385.400	420.185	411.369	453.908
Deuda Financiera	99.465	124.642	119.218	116.332	118.926	115.572	139.538

Antecedentes generales

La compañía tiene sus orígenes en 1960, dada la necesidad de CCNI de contar con una agencia naviera capaz de proporcionar servicios portuarios. En 1989 se produce la separación de CCNI 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 la logra posicionar como una de las más importantes compañías del rubro logístico de América Latina. En la actualidad Agunsa cuenta con más de 70 sucursales alrededor del mundo y presencia en más de 20 países.

Agunsa se dedica principalmente a la prestación de servicios al transporte marítimo y actividades conexas, como agenciamiento de naves, servicios de estiba, arriendo de equipos, almacenaje, control de inventarios, logística, distribución de cargas y otros aspectos relacionados. Adicionalmente ha desarrollado un área de negocios ligada a las concesiones y representaciones.

En relación al último punto, Agunsa participa en un 47,03% de la propiedad de SCL Terminal Aéreo de Santiago S.A., empresa concesionaria de dicho aeropuerto y responsable de su ampliación, modernización y administración, a lo que se une los aeropuertos de Calama, La Serena y Punta Arenas. En el exterior opera el Aeropuerto de las islas de San Andrés y de Providencia en Colombia. Además posee las representaciones de las empresas SKY Cargo (filial de Emirates Airlines) y Air Canada.

Por otra parte, la sociedad acordó formar la filial Valparaíso Terminal de Pasajeros S.A. (99,3% de la propiedad), cuyo objeto es el desarrollo de infraestructura, instalaciones y la concesión portuaria de un área para la atención de pasajeros de cruceros de turismo en el Terminal de Pasajeros del Puerto de Valparaíso, concesionado a Agunsa por la Empresa Portuaria de Valparaíso S.A.

Entre los principales riesgos a los que se encuentra sometida la compañía, se encuentra un alto nivel de endeudamiento⁵ -1,66 veces a septiembre de 2013- y la alta concentración de sus clientes, dado que los cinco principales representan alrededor del 36% de los ingresos de la compañía.

Negocio tradicional

El negocio tradicional de servicios a las cargas es abordado directamente por Agunsa y también mediante la participación de subsidiarias. Entre estas últimas destacan: CPT Empresas Marítimas S.A., Inversiones Marítimas Universales S.A. y Terminales y Servicios de Contenedores S.A.

CPT Agencia Marítima e Inversiones Marítimas Universales tienen como objeto el agenciamiento en general, incluyendo, entre otros aspectos, la representación de armadores, la comercialización de sus productos y la generación de nexos entre éstos y las autoridades locales. Estos servicios los presta tanto en Chile como en otros países del cono sur (Argentina, Perú, Colombia y Ecuador, principalmente). Adicionalmente, CPT opera la empresa Transmachilay, la cual presta servicios de transporte y turismo en la zona sur del país.

Por su parte, la filial Terminales y Servicios de Contenedores (Tesco) se dedica a la manipulación y transporte de todo tipo de mercancías en los rubros forestal, pesquero, minero y hortofrutícola.

⁵ Medido como pasivos totales sobre patrimonio total.

También cabe destacar que las privatizaciones de determinados puertos chilenos podrían provocar cambios al interior de la industria, en especial en lo relativo a la composición de clientes y niveles de precios.

Terminal Aéreo de Santiago

Agunsa desde el año 1998, con el objeto de diversificar sus fuentes de ingresos, participa como accionista mayoritario del consorcio que se adjudicó la concesión del aeropuerto Arturo Merino Benítez. La concesión del terminal aéreo es por un período móvil, y consiste en la construcción y administración de las instalaciones del aeródromo Comodoro Arturo Merino Benítez.

La generación de ingresos de “SCL Terminal Aéreo de Santiago” se relaciona, principalmente, con el flujo de pasajeros del aeropuerto (tarifas de embarque, uso de mangas y otros). Sin embargo, también se obtienen ingresos por otro tipo de conceptos (publicidad, arriendo de locales, etc.) los que, en distintos grados, presentan correlación con el flujo de pasajeros. Con todo, en la práctica Agunsa no ha recibido flujos de esta subsidiaria.

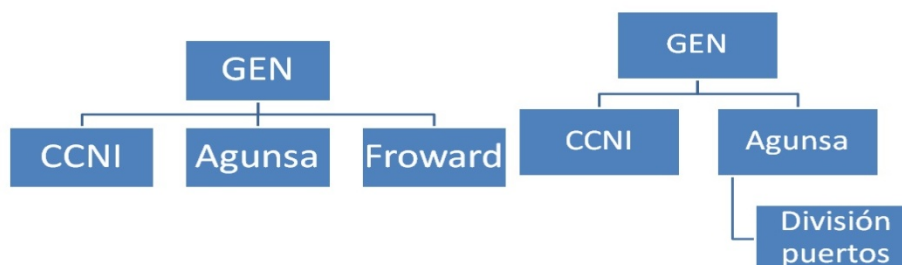
La concesión finaliza en septiembre de 2015, que si bien no es consolidada por la empresa, sí contribuye a la generación de negocios, perderla podría afectar a esto último.

La empresa estima repostularse al nuevo periodo de concesión del aeropuerto de Santiago. No obstante, dado que el proyecto es del orden de US\$800 millones, sólo participaría con un 20%, pero sólo como operador.

Potenciamiento de Agunsa

Con el fin de aumentar el valor bursátil, hacer más eficiente las operaciones portuarias y mantener la situación crediticia, la empresa está evaluando un plan de potenciamiento para la filial Agunsa, que contempla la fusión de esta última con la filial Portuaria Cabo Froward y con una segunda sociedad denominada Portuaria Mar Austral. A Mar Austral, Gen le aportaría previamente sus inversiones portuarias, esto es, sus participaciones en las sociedades concesionarias de los puertos de Arica, Iquique, Antofagasta y Talcahuano, así se crea una división portuaria. Así todas las actividades portuarias se concentrarían en Agunsa.

- Situación actual
- Situación futura



A través de un estudio encargado por **GEN** a LarrainVial se estimaron las siguientes valorizaciones para las empresas:

Empresa	Valorización total		Valorización % perteneciente a GEN	
	Rango mínimo (millones de dólares)	Rango máximo (millones de dólares)	Rango mínimo (millones de dólares)	Rango máximo (millones de dólares)
AGUNSA	416,1	441,8	416,1	441,8
Cabo Froward	60,0	63,7	60,0	63,7
Terminal Puerto Arica (TPA)	74,8	79,5	18,7	19,9
Iquique Terminal Internacional (ITI)	58,0	61,6	8,7	9,2
Antofagasta Terminal Internacional (ATI)	50,4	53,6	17,7	18,7
Talcahuano Terminal Portuario (TTP)	10,0	10,0	10,0	10,0
Total	669,3	710,2	531,2	563,3

Portuaria Cabo Froward S.A.

CABO FROWARD: Estado de Resultados Consolidado IFRS							
M US\$	2008	2009	2010	2011	2012	Ene-Sep 2012	Ene-Sep 2013
Ingresos de Actividades Ordinarias	22.613	17.869	20.284	25.536	29.202	22.206	24.339
Costo de ventas	-13.821	-12.005	-13.225	-18.268	-19.903	-14.404	-15.285
Ganancia Bruta	8.792	5.864	7.059	7.268	9.299	7.802	9.054
Gastos de administración	-2.956	-2.411	-2.760	-3.148	-3.458	-2.480	-2.791
Resultado operacional	6.182	3.802	3.532	4.859	6.149	5.631	6.127
Costos financieros	-815	-690	-782	-1.575	-1823	-1.401	-1.141
Utilidad del Ejercicio	4.343	2.625	2.432	2.331	2.646	3.462	3.695
EBITDA	9.813	7.521	7.158	8.645	10.257	8.702	9.250

CABO FROWARD: Balance General Consolidado IFRS							
M US\$	2008	2009	2010	2011	2012	Ene-Sep 2012	Ene-Sep 2013
Activos Corrientes	6.640	5.853	13.395	7.847	6.164	8.849	6.896
Efectivo y equivalentes	323	1.535	4.687	4.214	2.263	4.702	954
Activos No Corrientes	70.156	83.695	90.545	89.365	90.249	90.479	89.239
Total Activos	76.796	89.548	103.940	97.212	96.413	99.328	96.135
Pasivos Corrientes	7.035	10.777	12.332	6.579	11.363	12.045	11.523
Pasivos No Corrientes	20.011	27.183	38.843	36.722	30.218	31.542	27.925
Pasivos Totales	27.046	37.960	51.175	43.301	41.581	43.587	39.448
Patrimonio total	49.750	51.588	52.765	53.911	54.832	55.741	56.687
Patrimonio y Pasivos, Total	76.796	89.548	103.940	97.212	96.413	99.328	96.135
Deuda Financiera	10.735	16.004	38.160	37.865	34.386	36.817	29.587

Antecedentes generales

El objeto de la sociedad es la adquisición, administración y operación de obras portuarias de todo tipo, como también la prestación de servicios de apoyo al transporte marítimo. Además, la empresa puede actuar como agente de compañías dedicadas al transporte marítimo, pudiendo participar en el embarque, carga y descarga, estiba y desestiba de naves y/o cualquier otro medio relacionado con el transporte naval.

Para poder realizar sus operaciones, esta sociedad posee cuatro muelles mecánicos (Jureles, Puchoco, Chollín y San José) especializados en graneles y carga general, ubicados en la costa norte de la bahía de Coronel, VIII Región y el puerto industrial de Calbuco, en la X Región, que participa en las faenas de apoyo a las importaciones y exportaciones de productos a granel y carga general. Como apoyo a su infraestructura portuaria, la compañía es propietaria de canchas de acopio para productos mineros, forestales e industriales.

Su accionar comprende desde la VII a la XI regiones, 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.

Tras el plan de potenciamiento explicado anteriormente, Agunsa y Froward serían fusionadas.

Antofagasta Terminal Internacional S.A. (ATI)

Es la sociedad concesionaria encargada de la explotación del terminal portuario de la ciudad de Antofagasta. **GEN** alcanza un 35% de la propiedad.

En 2012, bajo IFRS, los ingresos de la empresa llegaron disminuyeron en 16,57% a US\$ 35,7 millones mientras que la empresa enfrentó pérdidas de US\$ 80.000, revirtiendo las utilidades que obtuvo en 2011, iguales a US\$ 7,6 millones.

Terminal Puerto Arica S.A. (TPA)

Es la sociedad encargada de la explotación del Terminal Portuario de la ciudad de Arica. **GEN** tiene un 25% de la propiedad.

En 2012, bajo IFRS, los ingresos de explotación aumentaron 9,7% hasta US\$ 39,0 millones, y la ganancia de la empresa llegó a US\$ 4,7 millones aproximadamente, lo que representa una disminución de 11,6% respecto a igual período de 2011, debido al aumento en los gastos de administración en 33,4%.

Iquique Terminal Internacional S.A. (ITI)

Es la sociedad encargada del desarrollo, mantención y explotación del Frente de Atraque N°2 del Puerto de Iquique, incluyendo el desarrollo de actividades de muellaje de naves y almacenamiento de carga en dicho Frente de Atraque.

GEN entró a la propiedad de esta compañía en junio de 2011, adquiriendo un 15% a SAAM.

En 2012 ITI logró ingresos por US\$ 31 millones y una ganancia de US\$ 5,1 millones.

Terminal Portuaria Mar Austral S.A.

Esta sociedad fue constituida el 4 de julio de 2008 como primer paso para un futuro proyecto de puerto ubicado en la zona de Laguna Verde. El capital de esta sociedad llega a \$ 10 millones.

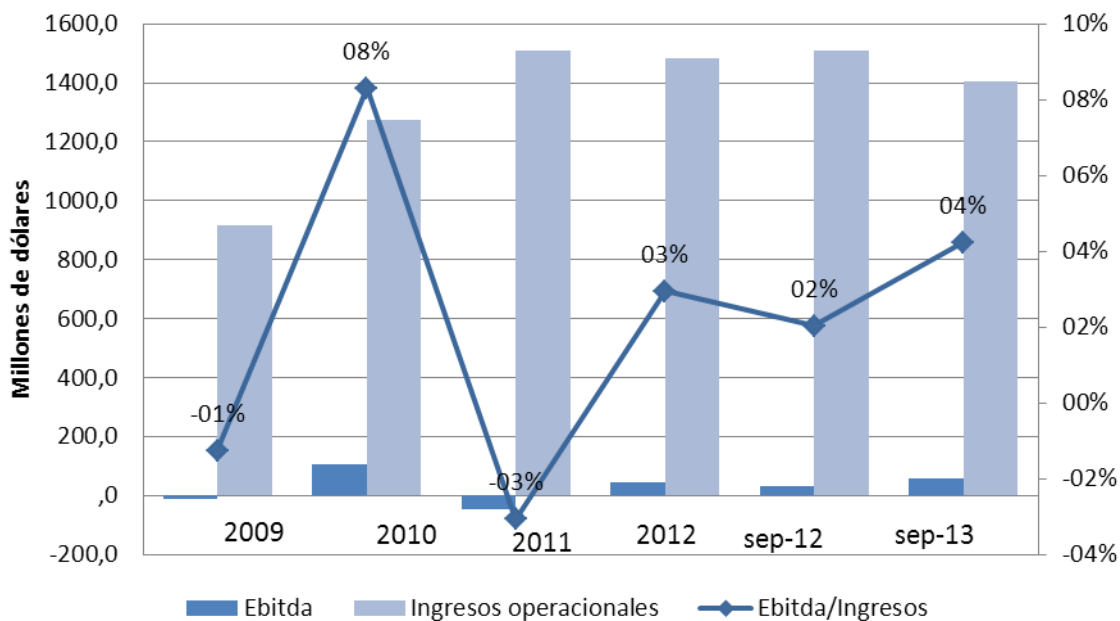
Análisis financiero de GEN⁶

Evolución de los ingresos y EBITDA

Desde 2003 y hasta 2008 la empresa mostró un crecimiento sostenido de sus ingresos de explotación consolidados, salvo en 2007 cuando presentó una leve contracción de 1,8%, que revirtió durante 2008 con un incremento de cerca del 30% respecto a 2007. Los efectos de la crisis financiera y la desaceleración de las economías alrededor del mundo, de la mano de un decrecimiento del comercio internacional, golpearon fuertemente las cifras de **GEN** en 2009, experimentando una recuperación en 2010, principalmente por los resultados de CCNI. En 2011 y 2012 los ingresos consolidados continuaron creciendo, mientras que en el trimestre móvil de 2013, comparado con el mismo periodo de 2012, se redujeron en 7,07%, debido a la disminución de los ingresos de CCNI y Agunsa.

⁶ Los datos a 2013 para efectos comparativos en este análisis, se consideran como año móvil de octubre 2012 a septiembre 2013.

Evolución de Ingreso y EBITDA 2009-Sept 2013



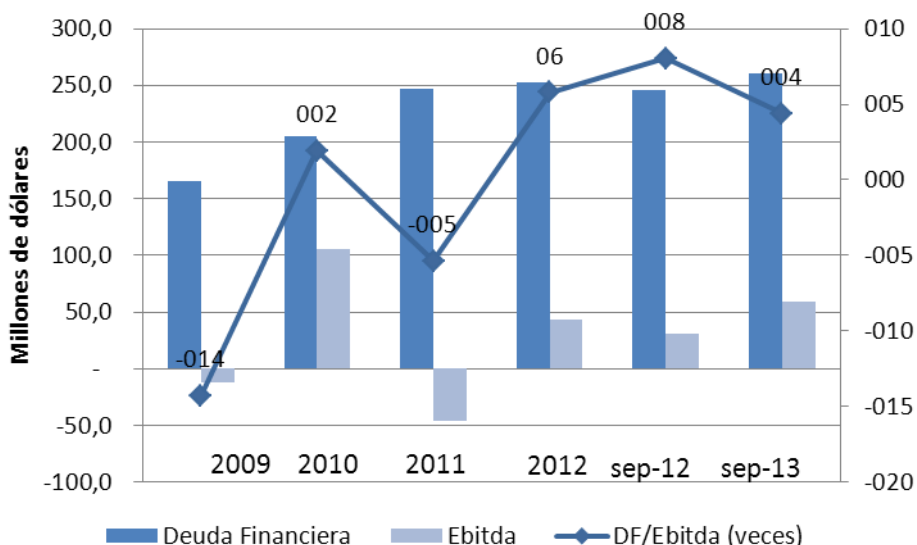
El Ebitda sobre ingresos ha sido bastante volátil en los últimos cinco años, fluctuando entre tasas de cerca de -3% hasta 8%, asociadas al ciclo experimentado por el transporte marítimo de contenedores, situación muy propia de la industria naviera. Entre 2006 y 2008 este *ratio* se mantuvo en valores de entre -1% y 2%, mientras que en 2010 llegó a 8,3% producto de los buenos resultados de todas las filiales; en 2011 los resultados –y el Ebitda- se vieron impactados por las pérdidas experimentadas por CCNI, a pesar del mejor rendimiento del resto de las filiales. En 2012 esta situación se revirtió por los buenos resultados de CCNI, pero en los últimos doce meses, terminados a septiembre de 2013, aunque los ingresos han disminuido, respecto al trimestre móvil de 2012, se observa que el Ebitda y el margen Ebitda han crecido por una mejor gestión en los costos de venta.

Evolución del endeudamiento y la liquidez

Al 30 de septiembre de 2013 los pasivos financieros consolidados de **GEN** alcanzaban a US\$ 260,4 millones. De éstos, un 59,55% correspondía a obligaciones con bancos, un 19,19% a arrendamientos financieros y un 21,23% a los bonos emitidos en 2011. La porción corriente de la deuda financiera alcanzaba a un 21,86% del total.

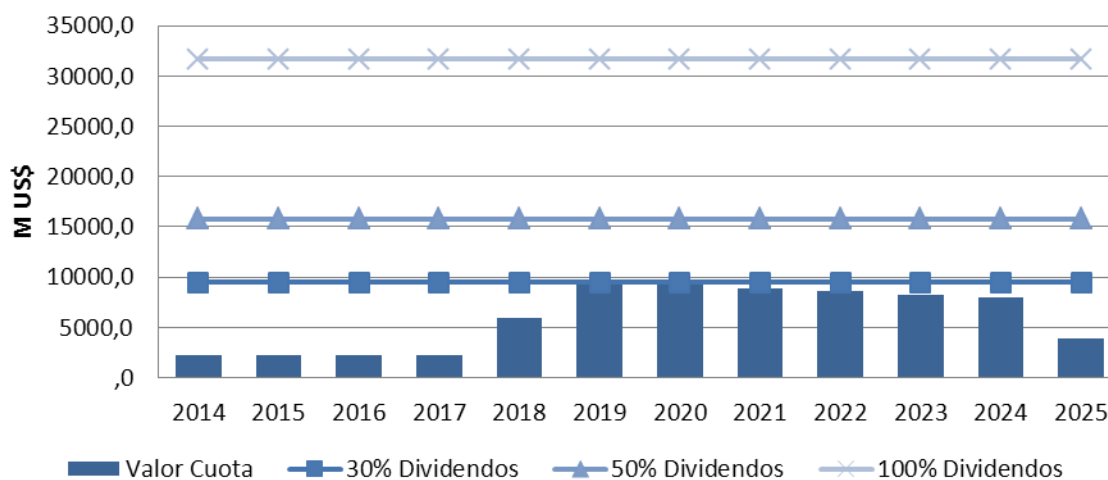
Evolución del endeudamiento

2009-septiembre 2013



En el gráfico a continuación puede observarse el perfil de vencimientos del bono de **GEN** comparado con distintos escenarios de reparto de dividendos de sus filiales, excluyendo a CCNI de todo escenario puesto que sus resultados son altamente variables. Considerando las utilidades del año móvil terminado en septiembre de 2013, puede verse que se basta un reparto de 30% de la utilidad de Agunsa y Froward para pagar el máximo vencimiento anual del bono, lo que constituye un escenario conservador por cuanto no incorpora los dividendos repartidos por las empresas asociadas (puertos), que en general reparten utilidades todos los años.

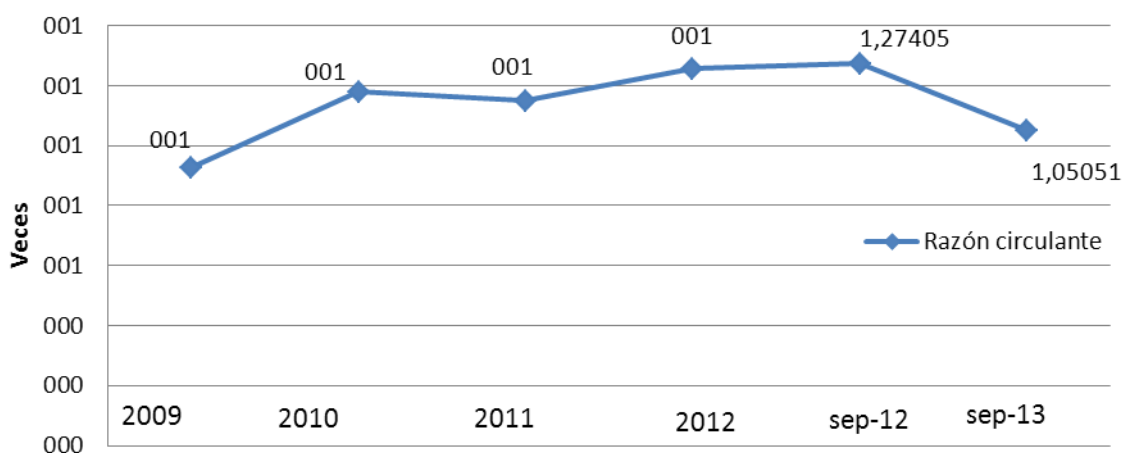
Perfil de vencimiento de la deuda y pago de dividendos



La liquidez de **GEN**, medida a través de la razón circulante (activos circulantes o corrientes sobre pasivos circulantes o corrientes), presentó hasta 2008 indicadores adecuados, situados en valores superiores a uno.

Sin embargo, a partir de diciembre de 2008 la sociedad experimentó un deterioro en este *ratio*. En 2009 estuvo en 0,93 veces y en los últimos doce meses, medido a septiembre de 2013, está levemente sobre 1,0. Lo anterior es por el menor efectivo y el aumento de los pasivos financieros corrientes por el incremento de las obligaciones con bancos. A nivel de filial, la liquidez de Agunsa ha sido siempre mayor a una vez, situándose en los primeros nueve meses de 2013 en 1,03, lo que representa una baja respecto del mismo periodo de 2012; deterioro que se explica básicamente por el incremento de la cuentas por pagar y de otros pasivos financieros que contrarrestaron el aumento del activo corriente. Por su parte, CCNI ha presentado un indicador variable, dependiente de sus resultados (que pueden consumir efectivo y equivalentes al efectivo).

Evolución de la liquidez

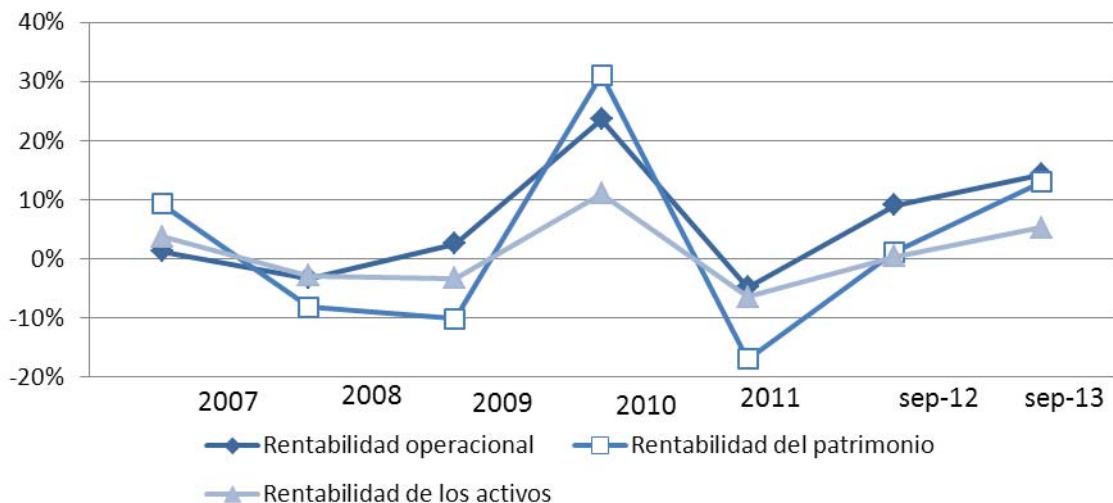


Evolución de la rentabilidad⁷

La rentabilidad de la empresa está muy influenciada por los resultados obtenidos por la filial CCNI, la que constituye la segunda mayor proporción del patrimonio consolidado de **GEN** (después de Agunsa). Como consecuencia, la rentabilidad de activos y del patrimonio ha sido muy volátil en los últimos años, a causa de los vaivenes del mercado de transporte marítimo de contenedores. Actualmente, la compañía está mostrando una reactivación, volviendo a los niveles de rentabilidad de 2007, principalmente por la pérdida acotada que tuvo de CCNI a septiembre de 2013, y a los mejores resultados de Agunsa que se enmarca en la estrategia de potenciar nuevos negocios que representan márgenes altos, como son las representaciones y la explotación de negocios logísticos. La consecuencia de ello fue que la utilidad de la empresa creciera 27,3%

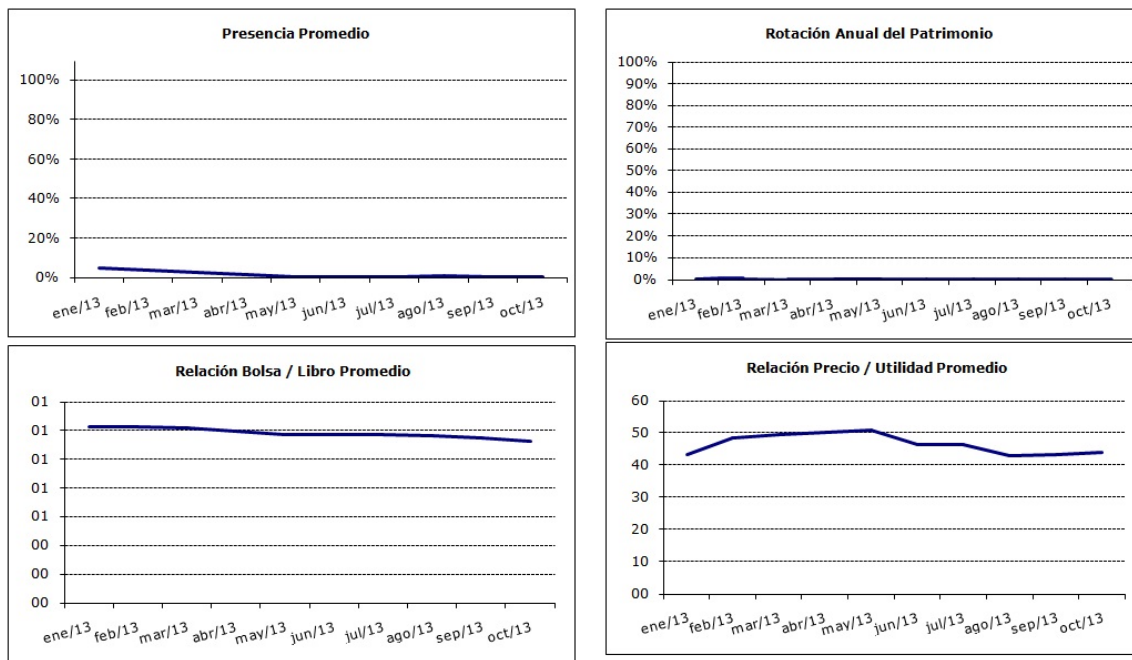
⁷ Rentabilidad total del activo = utilidad (pérdida) / activos promedio neto de activos en construcción; rentabilidad sobre patrimonio = utilidad (pérdida) / patrimonio promedio. La rentabilidad a septiembre de 2013 ha sido anualizada para hacer comparables los valores.

Evolución de los indicadores de rentabilidad



Acciones

A continuación se presenta el comportamiento de las acciones de la compañía a noviembre de 2013, en términos de presencia promedio (días en que los montos transados superaron las UF 200) y rotación anual del patrimonio bursátil (montos tranzados sobre patrimonio bursátil). Además, se presenta la evolución de las razones precio-utilidad (razón entre el precio de cierre y la utilidad de la acción en doce meses) y bolsa-libro (precio de cierre dividido por el valor contable de la compañía). Si la presencia promedio de la acción de **GEN** en febrero y marzo de 2012 superaba el 30%, actualmente no alcanza el 1%.



Línea de bonos

Las siguientes son las características de la línea de bonos y bono serie A emitido con cargo a la misma de GEN:

Características de la línea de bonos	
Nº y fecha de inscripción	659 del 12-04-2011
Monto máximo línea	UF 2.000.000
Moneda de emisión	Unidades de fomento
Plazo vencimiento	30 años
Otros	El emisor podrá renunciar a la parte no colocada de la línea mediante escritura pública, reduciendo el total de la línea al monto colocado.
Características de la serie A	
Monto colocado	UF 1.200.000
Tasa de interés	4,2%
Vencimiento	16-02-2025

Covenants Financieros

Nivel de Endeudamiento Individual GEN	Inferior a 0,6 veces (0,27 veces a Septiembre 2013)
Nivel de Endeudamiento Individual CCNI	Inferior a 2,25 veces (0,11 veces a Septiembre 2013)
Nivel de Endeudamiento Individual AGUNSA	Inferior a 1,5 veces (0,55 veces a Septiembre 2013)
Nivel de Endeudamiento Individual Portuaria Cabo Froward	Inferior a 1,35 veces (0,51 veces a Septiembre 2013)
Cobertura Individual de Servicio de Deuda	Superior a 2,0 veces (14,71 veces a Septiembre 2013)
Patrimonio mínimo	US\$ 175 millones (US\$ 333,527 millones a Septiembre 2013)

“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 Superintendencia de Valores y Seguros 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”.