



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

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

A n a l i s t a

Elisa Villalobos H.

Tel. (56) 22433 5200

[elisa.villalobos@humphreys.cl](mailto:elisa.villalobos@humphreys.cl)

## **Grupo Empresas Navieras S.A.**

**Enero 2016**

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 224335200 – Fax 224335201  
[ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl)  
[www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl)

Tipo de instrumento	Categoría
Bonos Tendencia	BBB+ Estable <sup>1</sup>
Acciones Tendencia	Primera Clase Nivel 4 Estable
EEFF base	30 septiembre 2015

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Línea de bonos a 30 años Serie A (BNAVI-A)	Nº 659 de 12.04.2011 Primera Emisión

Estado de Resultados Consolidado IFRS							
M US\$	2010	2011	2012	2013	2014	Ene-Sep 2014	Ene-Sep 2015
Ingresos de actividades ordinarias	1.273.860	1.508.071	1.482.146	670.703	680.751	522.211	403.210
Costo de ventas	-1.109.953	-1.492.398	-1.340.623	-543.264	-561.674	-434.995	-319.291
<b>Ganancia bruta</b>	<b>163.907</b>	<b>15.673</b>	<b>141.523</b>	<b>127.439</b>	<b>119.077</b>	<b>87.216</b>	<b>83.919</b>
Gastos de administración	-75.597	-81.263	-89.552	-75.475	-75.162	-54.015	-48.937
<b>Resultado operacional</b>	<b>85.535</b>	<b>-67.466</b>	<b>52.830</b>	<b>50.382</b>	<b>53.852</b>	<b>47.164</b>	<b>181.024</b>
Costos financieros	-10.068	-13.142	13.414	-12.177	-17.996	-12.668	-17.251
Utilidad del ejercicio	69.402	-46.193	43.615	46.350	17.242	17.503	148.487
EBITDA	105.655	-46.253	76.299	67.378	123.031	100.082	236.002

Balance General Consolidado IFRS						
M US\$	2010	2011	2012	2013	2014	Ene-Sep 2015
Activos corrientes	294.632	308.899	311.924	280.484	354.152	239.404
Activos no corrientes	404.717	473.589	489.530	578.908	632.998	908.367
<b>Total activos</b>	<b>699.349</b>	<b>782.488</b>	<b>801.454</b>	<b>859.392</b>	<b>987.150</b>	<b>1.147.771</b>
Pasivos corrientes	249.771	268.528	248.161	285.265	317.524	215.911
Pasivos no corrientes	189.868	229.564	235.464	227.777	302.929	480.592
Pasivos totales	439.639	498.092	483.625	513.042	620.453	696.503
Patrimonio total	259.710	284.396	317.829	346.350	366.697	451.268
<b>Patrimonio y pasivos, total</b>	<b>699.349</b>	<b>782.488</b>	<b>801.454</b>	<b>859.392</b>	<b>987.150</b>	<b>1.147.771</b>
Deuda financiera	204.628	258.577	252.639	262.072	356.758	538.315

<sup>1</sup> Tendencia anterior: En Observación.

## Opinión

**Grupo Empresas Navieras S.A. (GEN)** es la sociedad matriz de las sociedades Compañía Marítima Chilena S.A. (CMC, continuadora de CCNI, dedicada al transporte marítimo, como también al arriendo y subarriendo de naves), 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 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). Además, la compañía incorporó como sociedades a las armadoras Angol y Arauco Navigation Ltd., cada una de ellas es la propietaria de las dos naves porta contenedores de 9.000 TEU que actualmente son arrendadas a Hamburg Süd.

Cabe señalar que durante 2015 se materializó la venta de los servicios de transporte de contenedores o "*liner container*", llevado a cabo por la Compañía Chilena de Navegación Interoceánica (CCNI), a la compañía alemana Hamburg Süd. El traspaso incluye la transferencia de la marca, logo y nombre de CCNI, realizándose, consecuentemente, la modificación de la razón social de CCNI a Compañía Marítima Chilena S.A. (CMC).

Entre enero y septiembre de 2015, **GEN** generó ingresos consolidados por US\$ 403 millones y un EBITDA de US\$ 236 millones. Los ingresos disminuyeron un 22,8%, respecto al mismo período de 2014, principalmente por menores ingresos provenientes del negocio de agenciamiento, los que cayeron un 54,9%, debido al término del contrato con CCNI, tras su venta a Hamburg Süd. Por otra parte, el EBITDA de la compañía, en términos consolidados, fue de US\$ 236 millones, lo que representa un alza de 135,8%, respecto del mismo período de 2014. Este aumento incorpora los ingresos por la venta de la línea de negocios de "*liner container*" a Hamburg Süd, junto con compensaciones pagadas a Agunsa por el término del contrato de agenciamiento general con CCNI.

Así, tras la venta del negocio antes referido, a septiembre de 2015, los segmentos con mayor contribución a los ingresos de **GEN** están compuestos en un 37,4% por el negocio de logística (16,6% a septiembre de 2014), un 22,1% por el negocio de agenciamiento (19,6% a septiembre de 2014), un 20,0% por el negocio de concesiones (8,4% a septiembre de 2014), un 8,2% por el negocio de fletamento (rubro sin ingresos a septiembre de 2014), y un 7,6% por el negocio de transporte marítimo (que representaba un 53,5% de los ingresos de GEN a septiembre de 2014).

A la misma fecha la deuda financiera consolidada alcanzaba los US\$ 538,3 millones (de los cuales US\$ 43,5 millones corresponden a las obligaciones con el público por parte de **GEN**), con un patrimonio total de US\$ 451,3 millones.

En los nueve primeros meses de 2015, sus principales filiales, CMC, Agunsa y Cabo Froward, tuvieron ingresos por US\$ 65,0 millones, US\$ 325,8 millones y US\$ 18,3 millones, respectivamente. La deuda financiera consolidada a septiembre de 2015, asciende a US\$ 538,3 millones, y corresponde en un 35,2% a obligaciones de Agunsa, un 24,4% a CMC, un 23,3% a Angol y Arauco Navigation, un 3,6% a Cabo Froward, un 3,4% a TTP, un 1,9% a derivados financieros y el 8,2% restante al bono colocado por la matriz.

Según datos del emisor, en los últimos cinco años el emisor ha percibido, en promedio, por concepto de dividendos de filiales, US\$ 14 millones anuales, de los cuales cerca del 92,2% provino de Agunsa.

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 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 y Froward (debido al reducido historial que impide estimar con certeza sus utilidades, se excluye a CMC de este análisis), 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 ha incorporado como un factor positivo el elevado valor de las inversiones productivas de **GEN** en relación al nivel de su deuda financiera individual. Sólo las acciones de la filial Agunsa presentan una valorización, según el precio en bolsa promedio de los últimos seis meses, de US\$ 186,9 millones<sup>2</sup>. Así, el precio bursátil de Agunsa ponderando por el porcentaje de la propiedad controlada por GEN alcanza a US\$ 130,5 millones. Esta cifra corresponde a 3,0 veces la deuda financiera individual del emisor. Cabe señalar que esta fortaleza está supeditada a que el precio de las acciones de Agunsa no presente fuertes fluctuaciones que menoscaben su valor.

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 a lo largo del tiempo con un flujo de dividendos con bajo riesgo relativo y de un monto suficiente en relación con el pago anual de los bonos.

En forma complementaria, también se incorpora 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.

---

<sup>2</sup> Mientras que la valorización de Agunsa según el precio en bolsa al 21/01/2016 es de US\$ 175 millones. De esta forma, el valor bursátil de Agunsa ponderado por la propiedad de GEN es de US\$ 179,4 millones. Esta última cifra corresponde a 2,8 veces la deuda financiera individual de GEN.

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 Agunsa y Cabo Froward.

En particular, 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 elevada concentración de sus ingresos en alguno de sus clientes. Además, se considera como factor de riesgo la caducidad de sus concesiones.

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

Teniendo presente que esta clasificadora valora que el emisor enajenara el negocio de "*liner container*", que había generado continuamente flujos negativos, también dentro de sus análisis ha incluido el fuerte incremento de la deuda financiera consolidada. Con todo se reconoce que la nueva deuda está asociada a flujos relativamente estables y cuyo riesgo depende de la calidad de los contratos de arriendo de naves y de la capacidad de pago de los arrendatarios.

En efecto, el endeudamiento financiero consolidado de GEN pasó de US\$ 356,8 millones, en 2014, a US\$ 538 millones a septiembre de 2015. Este aumento está influenciado, principalmente, por CMC (la deuda financiera de la compañía continuadora de CCNI pasó de US\$ 28,9 millones en 2014, a US\$ 136,6 millones a septiembre de 2015). La filial adquirió dos buques tanqueros de 52 mil metros cúbicos (que serán arrendados a Enap por cinco años, contrato que podrá renovarse dos veces por 2,5 años cada vez) y dos naves de 9.000 TEUs (Atacama y Andes Navigation, que serán arrendadas a Hamburg Süd por 12 años). Por otra parte, se incorpora el endeudamiento financiero de las filiales de **GEN**, Anglo y Arauco Navigation, las que corresponden a dos porta contenedores de 9.000 TEUs y su respectiva deuda por cerca de US\$ 63 millones por cada una de estas naves (las que son arrendadas por 12 años a Hamburg Süd).

Dado el aumento del endeudamiento financiero consolidado de la compañía, la relación deuda financiera sobre EBITDA y Flujo de Caja de Largo Plazo<sup>3</sup> (FCLP) de **GEN**, también experimentaron alzas. La relación sobre EBITDA subió desde 2,9 veces, en diciembre de 2014, a 6,1 veces a septiembre de 2015 (lo anterior

---

<sup>3</sup> El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor 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.

corresponde a la estimación realizada por esta clasificadora, en la que no se incluyen los ingresos y gastos derivados de la venta del negocio de "*liner container*"). Sin embargo, sin incorporar el endeudamiento ni el EBITDA (sin incluir los ingresos y gastos relacionados a la venta del negocio de contenedores) asociado al negocio de fletamento de naves, este indicador es de 3,3 veces. Asimismo, la relación deuda financiera sobre FCLP subió desde 5,7 veces, en diciembre de 2014, a una razón superior a las 15,0 veces (esta relación corresponde a una estimación realizada por esta clasificadora, sin considerar los ingresos y costos derivados de la venta del negocio de contenedores). A futuro, la clasificación de la línea de bonos de **GEN** podrían mejorar en la medida que la empresa aumente su diversificación de ingresos y/o eleve de manera consolidada su generación de flujos de caja.

Para la mantención de la presente clasificación se hace necesario que **GEN** conserve el control de sus filiales.

Por su parte, la clasificación de riesgo podría presentar una disminución en el caso que Agunsa no logre recuperar los niveles de utilidad mostrados por la compañía, previos a la venta del negocio de "*liner container*" o que esta disminución no se vea compensada con un aumento en las utilidades del resto de sus filiales.

El cambio en la tendencia desde "En Observación" a "Estable" responde a la enajenación durante los primeros meses de 2015 del negocio de portacontenedores a Hamburg Süd; esta venta permitió discontinuar la operación del segmento "*liner container*" que había generado continuamente flujos negativos para el grupo. Además, CMC (ex – CCNI) estabilizará sus flujos producto del arrendamiento de naves a Hamburg Süd y ENAP; no obstante que se incrementa el endeudamiento como consecuencia del financiamiento obtenido para la construcción de las embarcaciones dadas en arriendo

Las acciones se han clasificado en "*Primera Clase Nivel 4*" en virtud que su presencia bursátil promedio se ha situado en torno a un 2,3% durante los últimos diez meses. Este indicador ha caído paulatinamente, desde un valor registrado en marzo de 2012 de 30,5%, el cual se reduce en septiembre de 2012 a 12,9%, para finalizar el año en 6,9%. A diciembre de 2014 la presencia se situaba en 0,7%, mientras que a noviembre de 2015 se incrementó y llegó al 3,0%.

## Resumen Fundamentos Clasificación

### Fortalezas centrales

- Adecuada y estable generación de flujos (vía dividendos de las filiales Agunsa y Froward).
- Elevado valor económico de filiales en relación con la deuda financiera de **GEN**.
- Capacidad de enajenación de acciones de filiales sin perder el control.

### Fortalezas complementarias

- Interrelación en el negocio de las filiales.

### Fortalezas de apoyo

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

### Riesgos considerados

- Volatilidad del transporte marítimo (riesgo elevado)
- Dependencia a pago de dividendos de filiales (baja 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).
- Exposición al tipo de cambio y tasa de interés (riesgo administrable).

## Hechos recientes

### Resultados a 2014

Al 31 de diciembre de 2014, **GEN** generó ingresos consolidados por US\$ 680,8 millones<sup>4</sup> y un EBITDA por US\$ 123,0 millones. Los ingresos crecieron un 1,5%, respecto al mismo período de 2013. Este crecimiento se debe a la consolidación de SCL Terminal Aéreo Santiago S.A. en los estados financieros de Agunsa. Debido a esta incorporación, los ingresos de Agunsa crecieron un 10,0% llegando a US\$ 612,2 millones; sin embargo, a la vez, generaron una disminución en los márgenes de explotación y un incremento en los gastos de administración. Con todo, el EBITDA de Agunsa creció un 86,5% producto que las amortizaciones de intangibles son los principales componente de los costos operacionales de SCL.

Por su parte, en 2014 los ingresos de CMC disminuyeron un 15,7%, respecto de 2013, lo anterior se debe a una menor actividad marítima. CMC experimentó una mejora en los costos de venta en relación con los ingresos, los que disminuyeron desde 80,9%, en 2013, a 77,9%, en 2014. El EBITDA de esta filial se redujo en un 30,9%, producto de las menores depreciaciones de propiedades, plantas y equipo de las operaciones continuadas. Finalmente, CMC experimentó pérdidas por US\$ 24,9 millones.

Los ingresos de Froward disminuyeron un 15,2%, principalmente, por la disminución en el tonelaje transferido de carbón consecuencia de la paralización de las centrales de Endesa (Bocamina I y II). Pese a la

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

mejora en la relación de costo de venta e ingresos (pasando de 66,5% en 2013 a 63,4% en 2014), los gastos de administración relativos a los ingresos se incrementaron respecto a los niveles que exhibía esta compañía en 2013 (pasando de 12,9% en 2013, a 13,5% en 2014), de esta forma el EBITDA de Froward retrocedió un 26,8%. Finalmente, la utilidad de Froward retrocedió en 57,0% a US\$ 1,4 millones.

Considerando los resultados antes descritos de las filiales, en 2014 **GEN** obtuvo un resultado de explotación de US\$ 53,9 millones, lo que implicó un aumento de 6,9%, y un EBITDA por US\$ 123,0 millones, lo que representa un crecimiento de 82,6%, principalmente por la incorporación de SCL en la consolidación de Agunsa.

### Resultados a septiembre de 2015

Al tercer trimestre de 2015, **GEN** generó ingresos por US\$ 403,2 millones y EBITDA por US\$ 236,0 millones. El primero de estos ítems presenta una disminución de 22,8% respecto del mismo período de 2014. Este retroceso se debe, principalmente, por el término anticipado del contrato de agenciamiento general de Agunsa con CCNI, tras la venta de esta última filial de GEN a Hamburg Süd. Mientras que el EBITDA consolidado de GEN se incrementó en un 135,8% ya que este valor incorpora los ingresos por la venta del negocio de "liner container" a Hamburg Süd, empresa que pagó cerca US\$ 160 millones.

Los ingresos de CMC (Ex CCNI) se incrementaron en un 21,1% llegando a US\$ 65,0 millones, esto por los mayores ingresos por el servicio de fletamento (los que subieron un 156,9% respecto de septiembre de 2014). Los costos de venta de la compañía subieron un 28,7% en los primeros nueve meses de 2015, mientras que la relación de costo de venta sobre ingresos se incrementó desde 73,8%, en septiembre de 2014, a 78,4%, en septiembre de 2015. Lo anterior, provocó un retroceso de 31,3% en el margen bruto de la compañía. El EBITDA de la empresa llegó a US\$ 119 millones, lo que representa un fuerte incremento desde los US\$ 12,9 millones que logró la compañía a septiembre de 2014. Esto se debe a que el EBITDA a septiembre de 2015 incorpora el pago realizado por la compra de los servicios "liner container". La deuda financiera de CMC pasó de US\$ 28,9 millones en 2014, a US\$ 136,6 millones a septiembre de 2015. El anterior incremento se debe a la adquisición de dos naves de 9.000 TEUs (las que son arrendadas por 12 años a Hamburg Süd) y, además, adquirió para el negocio de cabotaje, dos buques tanqueros de 52 mil metros cúbicos (que serán arrendados a Enap por cinco años, contrato que podrá renovarse dos veces por 2,5 años cada vez).

Por su parte Agunsa presentó una disminución de sus ingresos en un 30,2%, producto de la menor actividad derivada de la pérdida de los contratos que mantenía con su relacionada CCNI (cuyo continuadora es CMC). De esta manera, la ganancia bruta de Agunsa se redujo en un 23,2%.

A su vez, y producto del término del contrato de agenciamiento general con CCNI por compensaciones pagadas por Hamburg Süd, Agunsa recibió ganancias extraordinarias por US\$ 40 millones, de esta manera, el EBITDA del periodo crece desde US\$ 81,4 millones a US\$ 96,7 millones. La deuda financiera de Agunsa disminuyó en un 17,8% en septiembre de 2015, respecto de diciembre de 2014.



Por su parte, los ingresos de explotación de Froward crecieron un 0,6%, hasta US\$ 18,8 millones, dado el efecto positivo del tipo de cambio. Los costos de venta exhiben una mayor eficiencia, donde la relación costo de venta sobre ingresos pasa desde un 66,0% (a septiembre de 2014), a 57,8% (septiembre de 2015). De esta manera, la ganancia bruta de la compañía crece un 24,8% a septiembre de 2015. Por otra parte, el EBITDA de Froward creció a US\$ 8,4 millones, cifra que en los nueve meses de 2014, era de US\$ 5,5 millones. La deuda financiera de Froward disminuyó en un 17,3% en septiembre de 2015, respecto de diciembre de 2014.

Con todo lo anterior, a septiembre de 2015 **GEN** obtuvo un resultado de explotación de US\$ 181 millones, mientras que a septiembre de 2014 este resultado era de US\$ 47,2 millones

Las obligaciones financieras de GEN crecieron un 50,9% a US\$ 538,3 millones, producto del aumento de la deuda financiera de sus filiales Angol y Arauco Navigation (la que corresponde a dos buques de 9.000 TEU arrendados a Hamburg Süd por 12 años), junto con el aumento de la deuda financiera de CMC (ex CCNI).

### Eventos recientes

El 9 de marzo de 2015 CMC (continuadora de CCNI) firmó con el armador Norden Shipping la compra de dos buques tanqueros para el transporte de productos de petróleo y sus derivados, por el precio de US\$ 36,5 millones cada uno. La compra de estas naves será financiada por un préstamo por US\$ 51 millones, por cada nave y el saldo con recursos propios.

Estos buques son comprados como resultado de la adjudicación, por parte de Enap, a CMC del contrato de arriendo de estas naves por un período de cinco años renovable.

## 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

### 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 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 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 (actual CMC) 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, por la estabilidad presentada por Agunsa y Portuaria Cabo Froward. En los últimos cinco años, según los datos del emisor, los dividendos provenientes de Agunsa han representado cerca del 92,2% del total recibido por **GEN**.

**Control de la política de dividendos:** **GEN** es controlador de CMC (continuadora 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 caja y a los requerimientos de flujos de las mismas filiales. Actualmente la empresa controla el 74,27% de CMC (ex-CCNI), el 69,83% de Agunsa y el 66,00% de Froward. En los últimos cinco años, los ingresos por dividendos han fluctuado entre US\$ 4,2 millones y US\$ 16,0 millones.

**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**. Asimismo, su incursión en la concesión de los aeropuertos de Calama, La Serena y Punta Arenas, así como otras inversiones, le permite un mayor flujo de caja y una mayor diversificación de estos. La compañía además presenta una adecuada diversificación de ingresos, tanto por líneas de servicios como por clientes. Entre los años 2009 y 2013 la sociedad ha mantenido un margen EBITDA del orden del 8,3%.

**Participaciones accionarias:** Las dos principales filiales de **GEN** (Agunsa, Froward y CMC) 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, Agunsa tendría un valor de US\$ 206,2 millones, CMC (ex CCNI) de US\$ 72,2 y Froward de US\$ 19,7 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 (CMC, ex 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

**Dependencia del transporte marítimo:** La sociedad depende de forma directa o indirectamente de la transferencia de productos y servicios relacionados con el transporte marítimo. Esto la hace 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 ciclos económicos, 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. En su momento, a modo de ejemplo, las pérdidas acumuladas que CCNI (actual CMC) tenía al cierre de 2010 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 CMC (ex CCNI):** A septiembre de 2015, el 48,1% de los ingresos de CMC, y cerca del 69% del margen bruto de la compañía, provienen del transporte marítimo (de carga no contenerizada como es el transporte de vehículos), este negocio está afecto a los riesgos propios de esta industria, en el que se destaca la volatilidad de los resultados, esencialmente, por la variabilidad del precio del petróleo, principal insumo del sector y los precios de los fletes navieros que dependen del comercio mundial.

Cabe señalar que el 51,9% de los ingresos restantes de esta filial, y el 31% del margen bruto, provienen del negocio de fletamento, el cual presenta una considerable estabilidad de los ingresos, puesto que corresponde a contratos de arriendo a plazo, con cánones preestablecidos. Sin embargo, está expuesto a los costos de arrendamiento y compra de buques que varían en el tiempo.

La compañía ha debido enfrentar un aumento del endeudamiento financiero relativo al EBITDA, ratio que pasa de 1,8 veces, que exhibía la compañía a diciembre de 2014, a 9,7 veces<sup>5</sup>. Este último valor corresponde a una estimación del EBITDA que no considera los ingresos y egresos provocados por la venta del negocio "*liner container*" de CCNI a Hamburg Süd. De esta manera, CMC está sujeta a la capacidad futura de pago de Hamburg Süd, como de Enap y de que ambas compañías no den término anticipado a los contratos de arriendo.

<sup>5</sup> El resultado neto de la venta del negocio de "*liner container*", a septiembre de 2015, fue de \$107,7 millones. Compuesto por los ingresos por la venta de este negocio, equivalente a US\$ 160 millones, el pago a Agunsa por el término anticipado del contrato, igual a US\$ 39 millones, y otros costos asociados a la venta, por US\$ 13 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. 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 su primera etapa de desarrollo, que pretende consolidarse como un puerto en el área de Laguna Verde, Región de Valparaíso. Cabe señalar que esta iniciativa se encuentra en receso.

**Exposición al tipo de cambio y tasas de interés:** Por sus inversiones y actividades en el exterior, propios de su rubro, las fluctuaciones en la paridad del tipo cambio afectan tanto el balance de la compañía como sus resultados, debido a que un 66% de los ingresos de **GEN** se generan en dólares, mientras que un 24% de los costos de la compañía se expresan en esa moneda. Así, la compañía enfrenta un alto grado de descalce de monedas. En otro aspecto, existe deuda de largo plazo bancaria de la compañía que devenga intereses y se encuentra pactada a una tasa de interés variables (a modo de ilustración, el 100% de la deuda de la filial de GEN, CMC, es a tasa variable).

## 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 Marítima Chilena S.A., Agencias Universales S.A., Portuaria Cabo Froward S.A., Talcahuano Terminal Portuario S.A., Terminal Puerto Arica S.A., Antofagasta Terminal Internacional S.A., Iquique Terminal Internacional S.A., Portuaria Mar Austral S.A., Angol Navigation Ltd. y 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 de Grupo Empresas Navieras S.A.

#### Accionistas

Los principales accionistas de **GEN** al 31 de diciembre de 2015, se presentan a continuación:

<b>Sociedad</b>	<b>% de propiedad</b>
Inversiones Tongoy S.A.	20,94%
Sociedad De Inversiones Paine S.A.	20,94%
Soc. Nacional de Valores S.A.	12,78%
Banchile Corredores de Bolsa S.A.	9,46%
Euro Inversiones S.A.	7,68%
Finvest S.A.	6,64%
BTG Pactual Small Cap Chile Fondo de Inversión	6,56%
Inversiones Santa Paula Limitada	2,94%
I.M. Trust S.A. Corredores de Bolsa	2,65%
A.F.P. Provida S.A. Fondo de Pensiones C	2,33%
BTG Pactual Chile S.A. Corredores de bolsa	1,70%
A.F.P. Habitat S.A. Fondo de Pensiones C	1,39%
Otros	4,02%

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**

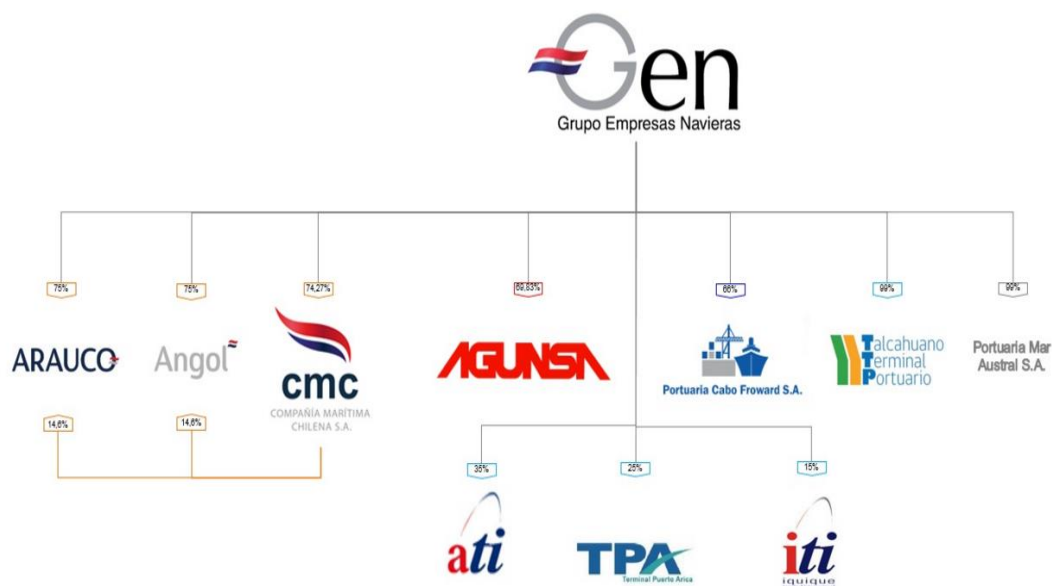
El directorio de la compañía está formado por siete miembros, identificados a continuación:

<b>Nombre</b>	<b>Cargo</b>
Jose Manuel Urenda Salamanca	Presidente
Antonio Jabat Alonso	Vicepresidente
Hernán Soffia Prieto	Director
Beltrán Felipe Urenda Salamanca	Director
Franco Montalbetti Moltedo	Director
Mario Valcarce Duran	Director
Gonzalo Rojas Vildosola	Director
Francisco Gardeweg Ossa	Director
Juan Pablo Vega Walker	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 Marítima Chilena (CMC, continuadora de CCNI)

CCNI: Estado de Resultados Consolidado IFRS					CMC (Ex CCNI)			
M US\$	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Ene-Sep 2014	Ene-Sep 2015
Ingresos de actividades ordinarias	611.116	822.544	939.033	918.045	107.675	90.768	53.679	65.017
Costo de ventas	-643.026	-742.229	1.016.378	-884.064	-87.114	-70.739	-39.599	-50.981
Ganancia bruta	<b>-31.910</b>	<b>80.315</b>	<b>-77.345</b>	<b>33.981</b>	<b>20.561</b>	<b>20.029</b>	<b>14.080</b>	<b>14.036</b>
Gastos de administración	-17.341	-21.210	-20.483	-22.892	-3.283	-2.749	-1.769	-5.069
Resultado operacional	<b>-49.251</b>	<b>59.259</b>	<b>-98.116</b>	<b>10.834</b>	<b>16.632</b>	<b>14.978</b>	<b>12.393</b>	<b>117.149</b>
Costos financieros	-2.660	-2.956	-2.212	-2.183	-1.016	-1.818	-792	-2.895
Utilidad del ejercicio	-41.675	47.041	-78.730	9.323	163	-24.927	-21.343	80.974
EBITDA	-49.251	67.341	-90.806	17.638	22.664	15.668	12.934	119.029

CCNI: Balance General Consolidado IFRS						CMC (Ex CCNI)	
M US\$	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Ene-Sep 2015
Activos corrientes	103.117	172.628	117.970	118.417	111.616	98.105	58.719
Efectivo y equivalentes	27.984	67.563	11.319	20.992	27.695	17.381	18.900
Activos no corrientes	105.282	91.665	114.380	110.119	106.817	140.704	271.000
Total activos	<b>208.399</b>	<b>264.293</b>	<b>232.350</b>	<b>228.536</b>	<b>218.433</b>	<b>238.809</b>	<b>329.719</b>
Pasivos corrientes	137.822	132.678	155.328	106.311	102.334	122.254	39.556
Pasivos no corrientes	46.059	33.757	22.619	31.810	21.753	25.836	121.156
Pasivos totales	183.881	166.435	177.947	138.121	124.087	148.090	160.712
Patrimonio total	24.518	97.858	54.403	90.415	94.346	90.719	169.007
Patrimonio y pasivos, total	<b>208.399</b>	<b>264.293</b>	<b>232.350</b>	<b>228.536</b>	<b>218.433</b>	<b>238.809</b>	<b>329.719</b>
Deuda financiera	48.476	40.248	40.973	34.612	22.911	28.888	136.593

## Antecedentes generales

Durante febrero de 2015 se materializó la operación de venta del negocio de "liner container" de CCNI a Hamburg Süd, la que se concretó por un monto igual a US\$ 160 millones y que contempló la venta de: i) la línea de negocio de transporte marítimo de carga en contenedores, ii) marca, logo y nombre de CCNI, iii) el parque de contenedores, iv) contratos de carga, v) el subarriendo de cuatro naves portacontenedores de 9.000 TEU y vi) el traspaso de los contratos de trabajo del personal de CCNI. Considerando que este traspaso incluye la transferencia de la marca, logo y nombre de CCNI, el 28 de abril de 2015, se aprobó la modificación de la razón social de "Compañía Chilena de Navegación Interoceánica S.A." (CCNI) a "Compañía Marítima Chilena S.A." (CMC).

Actualmente la Compañía tiene por objeto: i) La explotación del negocio armatorial, que incluye la compra, la venta, el fletamento y la administración de naves; ii) El transporte marítimo; y iii) El establecimiento y explotación de agencias marítimas y de líneas de transporte. Además, la Compañía ofrece servicios de transporte marítimo internacional de vehículos (automóviles, camiones, buses y maquinarias). Estos servicios se ofrecen en distintas zonas geográficas como Sudamérica, Norteamérica, Golfo de México y Asia. Los puertos son atendidos con recaladas directas que se complementan con conexiones vía transbordos, creando una oferta integral de servicios de transporte. También, CMC ofrece servicios de arrendamiento (fletamento) de naves propias en el mercado nacional.

CMC utiliza una red de agencias no propias para atender las necesidades de transporte marítimo de sus clientes. El objetivo principal de esta red de agencias es entregar una adecuada cobertura para la gestión de la venta global, lo que se complementa con la gestión de compra de servicios a terceros, la supervisión de la eficiente operación de las naves, labores de estiba y desestiba y la cobranza de fletes.

En su historia CCNI, ahora CMC, ha sido una empresa dedicada al transporte marítimo de carga, en especial en aquellas rutas relacionadas con el comercio exterior chileno. La compañía ha entregado servicios en distintas rutas, especializándose en Asia, América y El Caribe, principalmente en viajes desde y hacia Sudamérica. La compañía nació en 1930, con una flota inicial integrada por los buques "Valparaíso", "Santiago" y "Atacama".

A septiembre de 2015, el 48,1% de los ingresos de CMC, y cerca del 69% del margen bruto de la compañía, provienen del transporte marítimo (de carga no contenerizada como es el transporte de vehículos). Mientras que el 51,9% de los ingresos restantes de esta filial y el 31% del margen bruto, provienen del negocio de fletamento, negocio que presenta una considerable estabilidad de los ingresos, puesto que corresponde a contratos de arriendo a plazo, con cánones preestablecidos.

De esta manera, este negocio está afecto a los riesgos propios de la industria de transporte marítimo, en el que se destaca la volatilidad de los resultados, esencialmente, por la variabilidad del precio del petróleo, principal insumo del sector, los precios de los fletes navieros que dependen del comercio mundial. A su vez, está expuesta a los costos de arrendamiento y compra de buques que varían en el tiempo.

Adicionalmente, como parte del acuerdo de venta con Hamburg Süd, CMC cuenta con contratos de subarriendo de cuatro naves de 9.000 TEU (dos de ellas adquiridas directamente por CMC, y otras dos a través de las filiales Angol y Arauco Navigation, sociedades donde CMC tiene una participación del 14,6% en cada una, mientras que **GEN** mantiene el 74% de la propiedad de estas sociedades) con la compañía alemana, a una tarifa fija por 12 años.

En abril de 2015, CMC adquirió dos naves tanqueras de 50.000 metros cúbicos que fueron arrendadas a ENAP por cinco años con la opción de renovar en dos oportunidades por 2,5 años por cada vez.

Estas nuevas adquisiciones han provocado el aumento del endeudamiento financiero relativo al EBITDA de la compañía, ratio que pasaría de 1,8 veces, que exhibía la compañía a diciembre de 2014, a 9,7 veces<sup>6</sup>. Este último valor corresponde a una estimación del EBITDA que no considera los ingresos y egresos provocados por la venta del negocio "liner container" de CCNI a Hamburg Süd. De esta manera, CMC está sujeta, de modo de dar fiel cumplimiento al perfil de vencimientos de esta nueva deuda financiera, a la capacidad futura de pago de Hamburg Süd, como de Enap y de que ambas compañías no den término anticipado a los contratos de arriendo.

Sin embargo, cabe mencionar que la relación entre pasivo exigible y patrimonio disminuye desde 1,6 veces que exhibe CMC a diciembre de 2014, a 0,95 veces a septiembre de 2015.

---

<sup>6</sup> El resultado neto de la venta del negocio de "liner container", a septiembre de 2015, fue de \$107,7 millones. Compuesto por el ingreso por la venta de este negocio, equivalente a US\$ 160 millones, el pago a Agunsa por el término anticipado del contrato, igual a US\$ 39 millones, y otros costos asociados a la venta, por US\$ 13 millones.



## Agencias Universales S.A. (Agunsa)

AGUNSA: Estado de Resultados Consolidado IFRS								
M US\$	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Ene-Sep 2014	Ene-Sep 2015
Ingresos de actividades ordinarias	313.146	457.128	572.739	560.386	556.549	612.205	466.528	325.795
Costo de ventas	-246.496	-380.387	-486.980	-463.706	-459.536	-523.972	-400.836	-275.364
Ganancia bruta	<b>66.650</b>	<b>76.741</b>	<b>85.759</b>	<b>96.680</b>	<b>97.013</b>	<b>88.233</b>	<b>65.692</b>	<b>50.431</b>
Gastos de administración	-46.826	-49.312	-55.319	-58.792	-61.905	-64.203	-46.438	-37.160
Resultado operacional	<b>19.824</b>	<b>25.266</b>	<b>27.741</b>	<b>35.820</b>	<b>33.821</b>	<b>21.064</b>	<b>17.786</b>	<b>12.127</b>
Costos financieros	-6.076	-5.978	-6.819	-6.919	-7.174	-12.150	-9.126	-7.623
Utilidad del ejercicio	16.758	18.743	25.958	35.545	42.375	39.778	35.150	57.789
EBITDA	31.563	36.798	39.129	48.086	45.565	84.968	65.015	58.444

AGUNSA: Balance General Consolidado IFRS							
M US\$	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Ene-Sep 2015
Activos corrientes	130.768	130.867	147.413	167.628	171.515	261.875	169.736
Efectivo y equivalentes	32.203	26.414	27.896	34.724	25.133	35.324	24.912
Activos no corrientes	197.768	211.816	237.987	252.557	299.836	319.556	333.892
Total activos	<b>328.536</b>	<b>342.683</b>	<b>385.400</b>	<b>420.185</b>	<b>471.351</b>	<b>581.431</b>	<b>503.628</b>
Pasivos corrientes	92.868	107.576	130.820	148.287	180.674	206.376	150.363
Pasivos no corrientes	117.524	112.242	111.709	109.301	116.618	179.220	155.219
Pasivos totales	210.392	219.818	242.529	257.588	297.292	385.596	305.582
Patrimonio total	118.093	122.865	142.871	162.597	174.059	195.835	198.046
Patrimonio y pasivos, total	<b>328.536</b>	<b>342.683</b>	<b>385.400</b>	<b>420.185</b>	<b>471.351</b>	<b>581.431</b>	<b>503.628</b>
Deuda financiera	124.642	119.218	116.332	118.926	149.023	232.636	191.153

### 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 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 la concesión de 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 considera un alto nivel de endeudamiento<sup>7</sup> -1,5 veces a septiembre de 2015- y la alta concentración de sus clientes, dado que los cinco principales representan alrededor del 19,69% de los ingresos de la compañía.

Por otra parte, y producto de la venta del negocio de "liner container" de CCNI (actual CMC), Agunsa perdió contratos de agenciamiento que mantenía con esta última. Con ello, los ingresos de Agunsa cayeron un 30,2% en septiembre de 2015, respecto de 2014; mientras que el EBITDA de la compañía (sin considerar las compensaciones pagadas por CCNI (actual CMC) a Agunsa) cayó un 30,3% en el mismo señalado anteriormente.

### **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 estos 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 al negocio de depósito de contenedores.

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.

---

<sup>7</sup> Medido como pasivos totales sobre patrimonio total.

## Portuaria Cabo Froward S.A.

<b>CABO FROWARD: Estado de Resultados Consolidado IFRS</b>								
<b>M US\$</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>Ene-Sep 2014</b>	<b>Ene-Sep 2015</b>
Ingresos de actividades ordinarias	17.869	20.284	25.536	29.202	30.575	25.913	18.715	18.833
Costo de ventas	-12.005	-13.225	-18.268	-19.903	-20.344	-16.431	-12.356	-10.895
Ganancia bruta	<b>5.864</b>	<b>7.059</b>	<b>7.268</b>	<b>9.299</b>	<b>10.231</b>	<b>9.482</b>	<b>6.359</b>	<b>7.938</b>
Gastos de administración	-2.411	-2.760	-3.148	-3.458	-3.946	-3.496	-2.590	-2.256
Resultado operacional	<b>3.802</b>	<b>3.532</b>	<b>4.859</b>	<b>6.149</b>	<b>6.363</b>	<b>4.328</b>	<b>2.605</b>	<b>5.702</b>
Costos financieros	-690	-782	-1.575	-1.823	-1.466	-1.103	-849	-667
Utilidad del ejercicio	2.625	2.432	2.331	3.646	3.140	1.351	898	2.686
EBITDA	7.521	7.158	8.645	10.257	10.555	8.181	5.506	8.440

<b>CABO FROWARD: Balance General Consolidado IFRS</b>							
<b>M US\$</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>Ene-Sep 2015</b>
Activos corrientes	5.853	13.395	7.847	6.164	5.431	7.661	8.361
Efectivo y equivalentes	1.535	4.687	4.214	2.263	519	592	1.941
Activos no corrientes	83.695	90.545	89.365	90.249	88.318	85.573	82.862
Total activos	<b>89.548</b>	<b>103.940</b>	<b>97.212</b>	<b>96.413</b>	<b>93.749</b>	<b>93.234</b>	<b>91.223</b>
Pasivos corrientes	10.777	12.332	6.579	11.363	11.040	11.000	7.807
Pasivos no corrientes	27.183	38.843	36.722	30.218	26.410	27.205	26.446
Pasivos totales	37.960	51.175	43.301	41.581	37.450	38.205	34.253
Patrimonio total	51.588	52.765	53.911	54.832	56.299	55.029	56.970
Patrimonio y pasivos, total	<b>89.548</b>	<b>103.940</b>	<b>97.212</b>	<b>96.413</b>	<b>93.749</b>	<b>93.234</b>	<b>91.223</b>
Deuda financiera	16.004	38.160	37.865	34.386	27.864	23.630	19.535

### 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.

### **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 2014, bajo IFRS, los ingresos de la empresa fueron iguales a US\$ 40 millones presentado una disminución de 11,6%, respecto de 2013. Las utilidades de la compañía, a diciembre de 2014, disminuyeron a US\$ 1,4 millones, mientras que en 2013 alcanzaron la suma de US\$ 6,3 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 2014, bajo IFRS, los ingresos de explotación aumentaron 3,5% hasta US\$ 49,3 millones, y la utilidad de la empresa llegó a US\$ 5,5 millones, lo que representa una disminución de 17,5% respecto a igual período de 2013.

### **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 2014 ITI logró ingresos por US\$ 41 millones y una ganancia de US\$ 7,5 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 patrimonio de esta sociedad es de US\$ 4.000 a diciembre de 2014.

### **Angol y Arauco Navigation Ltd.**

Estas sociedades son compañías armadoras con domicilio en Liberia, en las que **GEN** mantiene una participación igual a un 75% en cada una de ellas, mientras que CMC tiene una participación de un 14,6% en cada sociedad. En el caso de Angol Navigation comenzó sus operaciones en marzo de 2015, fecha en que se hizo entrega de la nave porta contenedores de 9.000 TEU de capacidad, que la sociedad pidió construir. A diciembre de 2014, cuenta con un patrimonio igual a US\$ 16,7 millones.

Mientras que Arauco Navigation comenzó sus operaciones en enero de 2015 cuando se hizo entrega de la nave porta contenedores de 9.000 TEU que la sociedad ordenó construir en 2012. A diciembre de 2014, cuenta con un patrimonio igual a US\$ 17,5 millones.

## **Análisis financiero de GEN<sup>8</sup>**

### **Evolución de los ingresos y EBITDA**

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 la filial CCNI (actual CMC) que en ese entonces se dedicaba al transporte marítimo de contenedores.

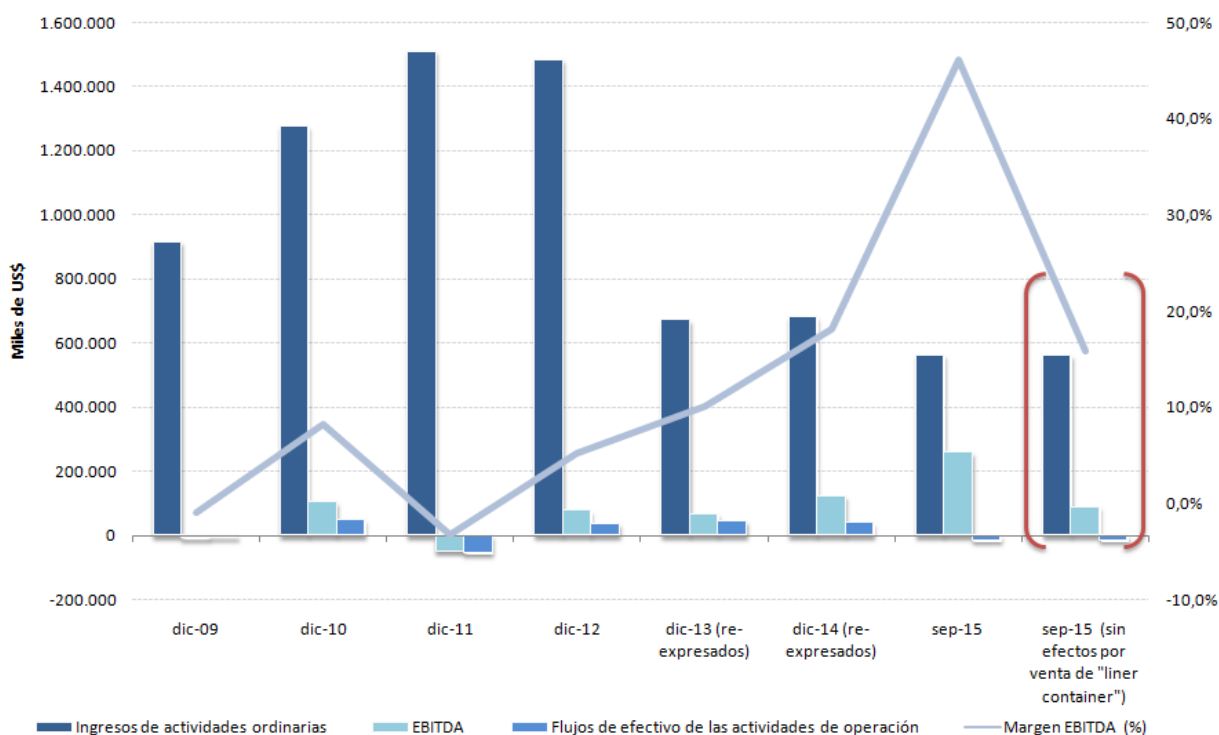
Desde 2011 la tendencia muestra una disminución en los ingresos. Por un lado, esto se debe a las menores tarifas que el transporte marítimo debió enfrentar entre 2011 y 2012, rubro asociado a CCNI (actual CMC). Por otra parte, a partir de 2013<sup>9</sup>, es posible observar los efectos de la venta de los servicios "*liner container*" de CCNI (venta perfeccionada en 2015), a la cual ya se hizo referencia. De esta forma, los ingresos consolidados de la compañía registran una disminución, desde los US\$ 1.500 millones que facturaba previo a la venta, a ingresos del orden de US\$ 500 millones sin esta línea de negocio. Esta enajenación no sólo provocó la caída de los ingresos de CMC (ex CCNI), sino que también los ingresos de agenciamiento de Agunsa.

Sin embargo, el EBITDA de la compañía y los márgenes relativos a éste aumentan a niveles promedio igual a US\$ 90 millones (valor que no considera los ingresos y costos derivados de la venta del negocio de "*liner container*" a Hamburg Süd), mientras que el margen EBITDA de la compañía, relativo a los ingresos, queda en valores aproximados al 15,0%. Esto es muy por sobre los valores que exhibía la compañía previo a la enajenación del negocio de transporte de contenedores, en el que en algunos períodos, incluso, se obtuvieron EBITDA negativos.

<sup>8</sup> Los datos a 2015 para efectos comparativos en este análisis, se consideran como año móvil de octubre 2014 a septiembre 2015.

<sup>9</sup> La operación de venta del negocio de "*liner container*" se perfeccionó en marzo de 2015, lo que significó descontinuar la totalidad del segmento de negocio de transporte marítimo de contenedores. En sus estados financieros la compañía re-expresó, bajo este nuevo escenario, los estados de resultados de los años 2013 y 2014.

Ilustración 1  
**Evolución de los ingresos, EBITDA, Flujo de la operación y Margen EBITDA**  
(Miles de dólares y porcentaje)



## Evolución del endeudamiento y la liquidez

Al 30 de septiembre de 2015 los pasivos financieros consolidados de **GEN** alcanzaban a US\$ 538 millones, lo que significa un alza de 50,9% respecto de diciembre de 2014, tal como se muestra en Ilustración 2. Lo anterior, es producto de las nuevas deudas contraídas por la compra de dos buques, que serán arrendados a Enap por un período de cinco años con la opción de renovar el contrato dos veces por tramos de 2,5 años cada uno. También el alza del endeudamiento es provocado por la compra de cuatro porta contenedores de 9.000 TEU que serán arrendados a Hamburg Süd por 12 años.

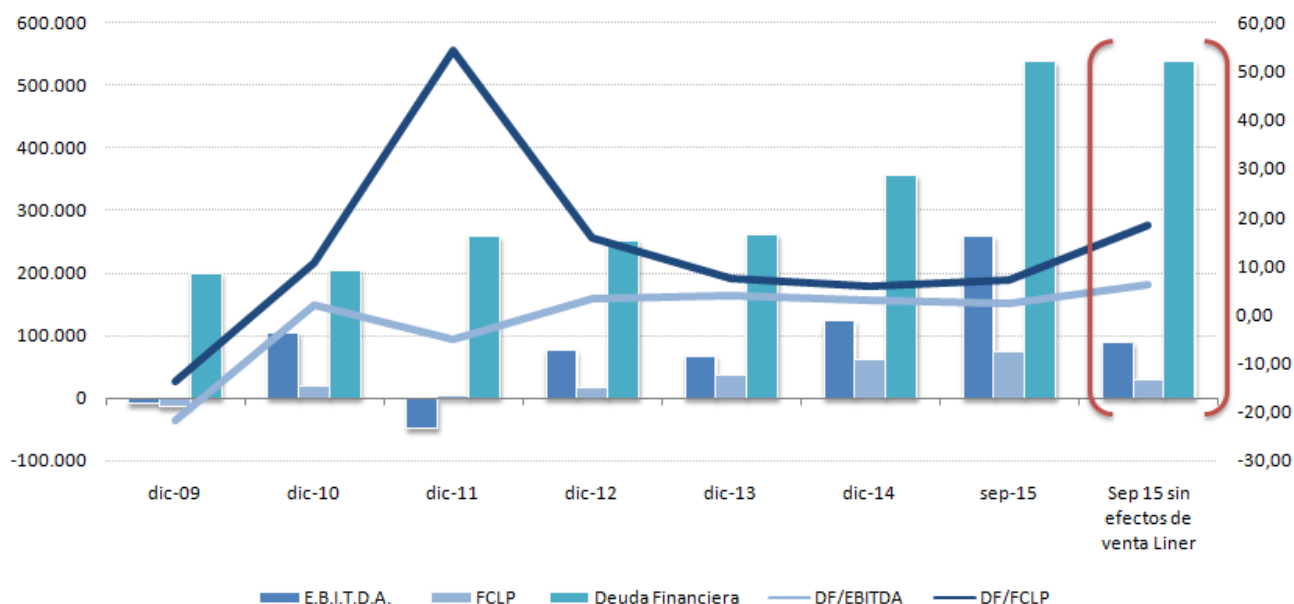
Un 35,2% de la deuda financiera consolidada de GEN proviene de los compromisos de Agunsa, 24,4% de CMC, un 23,3% por la compra de dos porta contenedores de 9.000 TEU, mientras que el 8,2% restante corresponde a los bonos colocados por la matriz.

La deuda financiera consolidada corresponde en un 84,3% a obligaciones con bancos, 5,5% a arrendamientos financieros, 2,1% a instrumentos derivados y 8,2% a los bonos emitidos en 2011. La porción corriente de la deuda financiera alcanzaba a un 18,4% del total de las obligaciones financieras.

Dado el aumento del endeudamiento financiero por la compra de las naves para cumplir con los contratos de arriendo, la relación deuda financiera sobre EBITDA y Flujo de Caja de Largo Plazo<sup>10</sup> (FCLP) de **GEN**, también experimentaron alzas. La relación sobre EBITDA subió desde 2,9 veces, en diciembre de 2014, a 6,1 veces a septiembre de 2015 (lo anterior corresponde a la estimación realizada por esta clasificadora, donde no se incluyen los ingresos y costos derivados de la venta del negocio de "liner container"). Sin embargo, sin incorporar el endeudamiento ni el EBITDA (sin incluir los ingresos y gastos relacionados a la venta del negocio de contenedores) asociado al negocio de fletamento de naves, este indicador es de 3,3 veces.

De la misma forma, la relación deuda financiera sobre FCLP se incrementó desde 5,7 veces, en diciembre de 2014, a una razón superior a las 15,0 veces (esta relación es una estimación realizada por esta clasificadora, sin considerar los ingresos y costos derivados de la venta del negocio de contenedores).

Ilustración 2  
**Evolución de la deuda financiera, EBITDA y FCLP**  
(Miles de dólares)



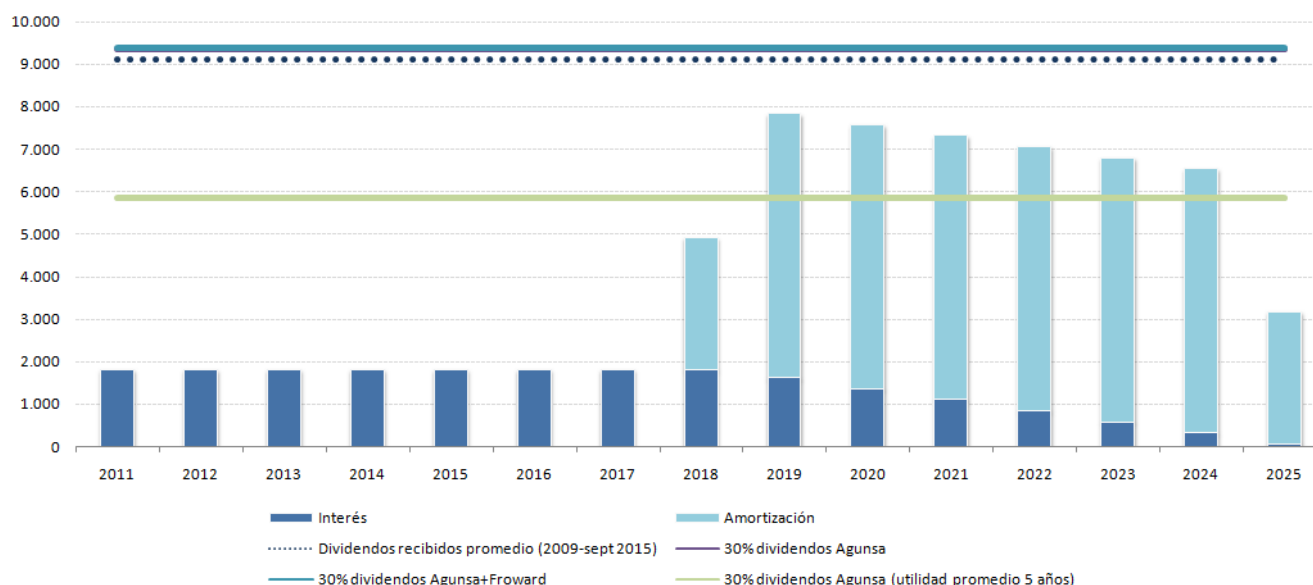
En el gráfico a continuación se puede observar el perfil de vencimientos del bono de **GEN** comparado con los escenarios de reparto de dividendos de sus filiales, excluyendo a CMC de todo escenario, puesto que su estructura negocios es muy reciente dado la venta del negocio de transporte de contenedores (además, hay que considerar que en el pasado los resultados de CCNI fueron altamente variables). Considerando las utilidades del año móvil terminado en septiembre de 2015 (sin considerar los ingresos y costos de la venta del negocio de transporte de contenedores), puede verse que basta un reparto de cerca del 25% de la utilidad de Agunsa y Froward para pagar el máximo vencimiento anual del bono, lo que constituye un

<sup>10</sup> El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor 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.

escenario conservador por cuanto no incorpora los dividendos repartidos por las empresas asociadas (puertos), que en general reparten utilidades todos los años.

Cabe mencionar que dada la venta de los servicios "*liner container*" de CCNI (actual CMC), la utilidad de Agunsa también sufre un deterioro producto de los menores niveles de ingresos (mencionados anteriormente), de esta forma **GEN** dispondría de menores flujos a la hora de recibir los dividendos de sus filiales y afrontar los pagos del bono. Si la compañía no es capaz de compensar la pérdida de flujos de Agunsa, a través de nuevos negocios de sus filiales o de esta misma, podría no tener las holguras necesarias para hacer frente al pago en los años 2019, 2020 y 2021. Sin embargo, en los años anteriores a estos vencimientos existen importantes holguras que pueden ser administradas para hacer frente a estos pagos (también existe la posibilidad de aumentar el porcentaje de utilidades que se reparten como dividendos).

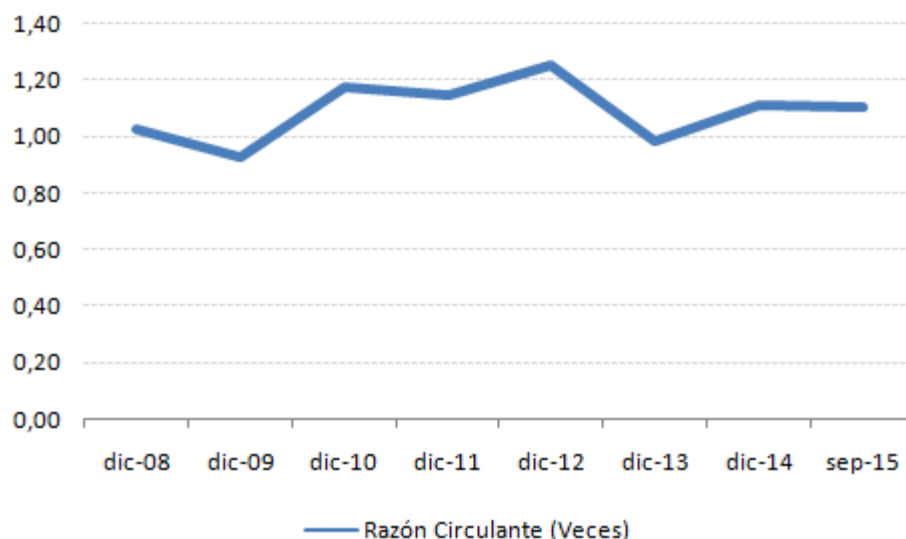
Ilustración 3  
**Perfil de vencimientos bono de GEN y reparto de dividendos de las filiales**  
(Miles de dólares)



La liquidez de **GEN**, medida a través de la razón circulante (activos corrientes sobre pasivos corrientes), presentó hasta 2008 indicadores adecuados, situados en valores superiores a uno. Sin embargo, entre 2009 (razón igual a 0,93 veces) y 2013 (indicador igual a 0,98 veces) la compañía experimentó un deterioro de este ratio, para, posteriormente, incrementar este indicador a niveles de 1,11 veces en septiembre de 2015. A nivel de filiales, la liquidez de Agunsa al año móvil finalizado en septiembre de 2015 fue igual a 1,13 veces, mientras que para CMC finalizó en 1,48 veces.



Ilustración 4  
**Evolución de la liquidez**  
(Veces)

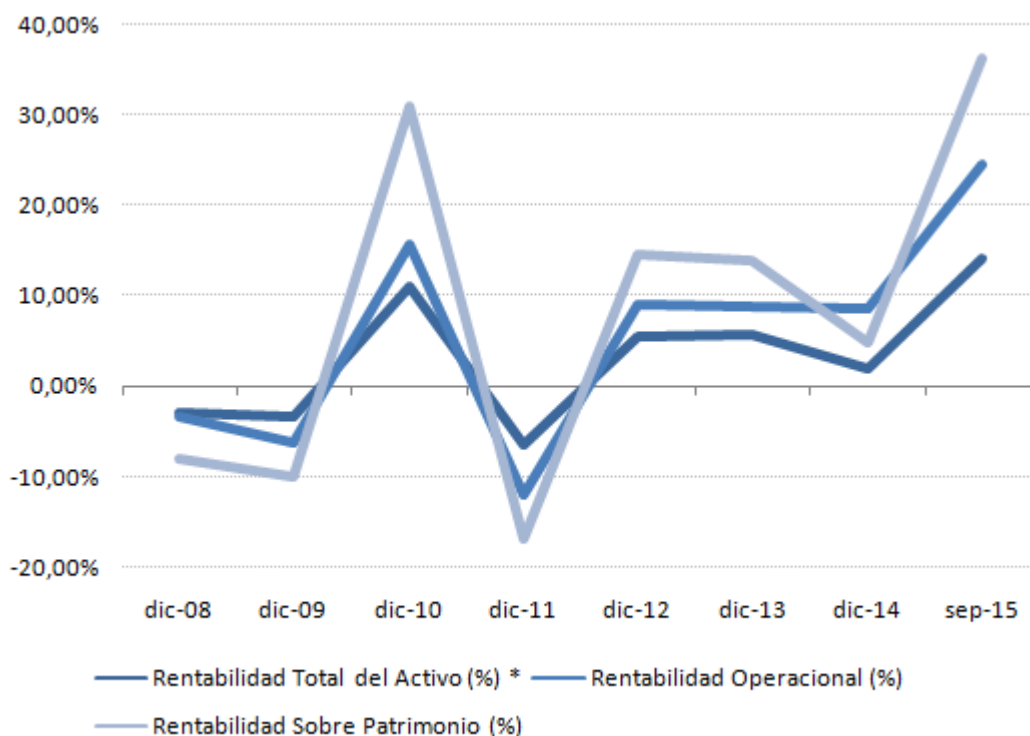


## Evolución de la rentabilidad<sup>11</sup>

La rentabilidad de la empresa ha sido influida principalmente por los resultados obtenidos por la filial CMC (y, antes de la enajenación de la línea de negocios "*liner container*", por los resultados obtenidos por 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, en relación a los ratios obtenidos en 2011, producto del buen desempeño 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.

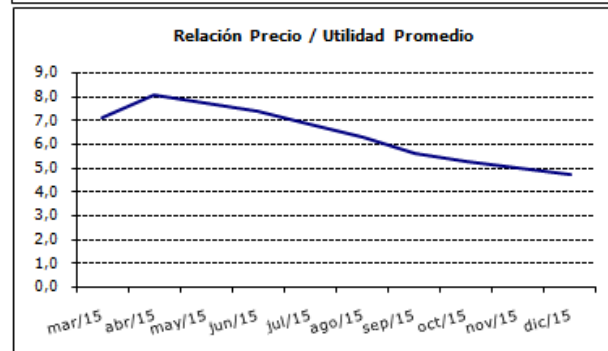
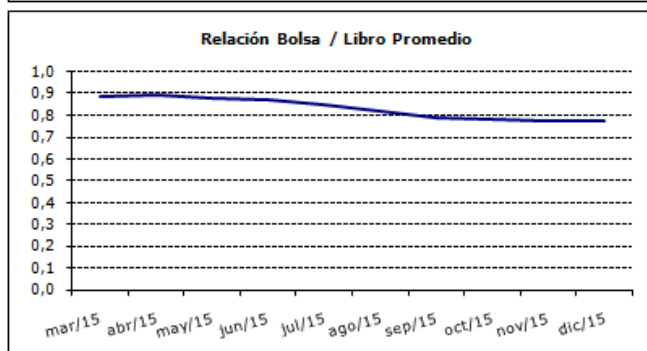
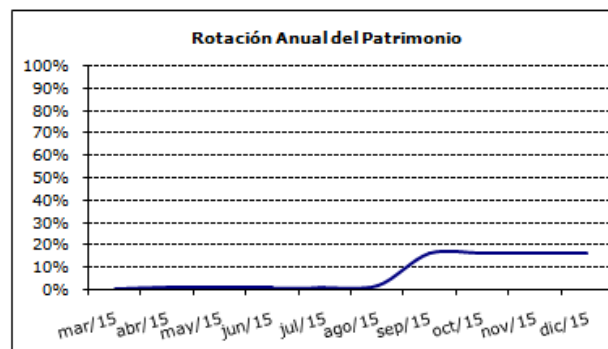
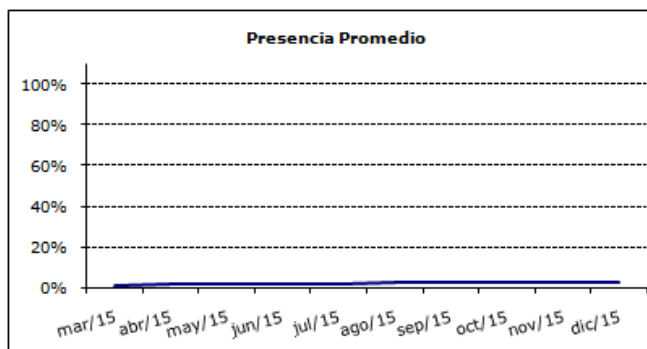
<sup>11</sup> Rentabilidad total del activo= utilidad del ejercicio / activos promedio (descontados los activos en ejecución); Rentabilidad operacional = resultado operacional / (activos corrientes, promedio + propiedades planta y equipo, promedio); Rentabilidad patrimonio=utilidad del ejercicio / patrimonio total promedio.

Ilustración 5  
**Evolución de la rentabilidad del activo, patrimonio y operacional**  
(%)



## Acciones

A continuación se presenta el comportamiento de las acciones de la compañía a diciembre de 2015, 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 muestra 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 bien, la presencia promedio de la acción de **GEN** en febrero y marzo de 2012 superaba el 30%, actualmente alcanza el 3,1%.



## 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

<b>Covenants Financieros</b>		
	<b>Límite</b>	<b>Sep-2015</b>
Nivel de endeudamiento individual GEN	Inferior a 0,6 veces	0,12 veces
Nivel de endeudamiento individual CMC	Inferior a 2,25 veces	0,67 veces
Nivel de endeudamiento individual AGUNSA	Inferior a 1,5 veces	0,56 veces
Nivel de endeudamiento individual portuaria Cabo Froward	Inferior a 1,35 veces	0,31 veces
Cobertura individual de servicio de deuda	Superior a 2,0 veces	8,98 veces
Patrimonio mínimo	US\$ 175 millones	US\$ 451 millones

*"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".*