



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

Grupo Empresas Navieras S.A.

Anual desde Envío Anterior

ANALISTAS:

Patricio Del Basto A.

Paula Acuña L.

Aldo Reyes D.

patricio.delbasto@humphreys.cl

paula.acuna@humphreys.cl

aldo.reyes@humphreys.cl

FECHA

Diciembre 2022

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos y bonos	A
Tendencia	Estable
Acciones (NAVIERA)	Primera Clase Nivel 3
Tendencia	Estable
EEFF base	30 de septiembre 2022

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

Estados de Resultados Consolidados IFRS							
Miles de US\$	2017	2018	2019	2020	2021	sept-21	sept-22
Ingresos de activ. ordinarias	603.664	637.250	657.938	585.239	757.237	541.071	734.572
Costo de ventas	-465.542	-494.779	-514.240	-462.849	-602.381	-430.859	-601.059
Ganancia bruta	138.122	142.471	143.698	122.390	154.856	110.212	133.513
Gastos de administración	-59.604	-58.020	-59.179	-52.909	-59.224	-43.892	-47.984
Resultado operacional	79.351	76.151	91.212	68.849	94.478	66.341	85.494
Gastos financieros	-26.717	-31.917	-29.826	-28.187	-24.844	-18.617	-19.329
Utilidad del ejercicio	45.934	49.955	53.293	17.454	76.170	56.085	65.543
EBITDA¹	127.755	130.817	142.275	121.803	150.243	109.768	129.462

Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS						
Miles de US\$	2017	2018	2019	2020	2021	sept-22
Activos corrientes	222.407	229.603	220.215	240.666	330.439	381.914
Activos no corrientes	991.245	974.446	976.259	966.133	936.269	934.498
Total activos	1.213.652	1.204.049	1.196.474	1.206.799	1.266.708	1.316.412
Pasivos corrientes	218.658	223.945	332.749	253.870	378.917	348.499
Pasivos no corrientes	533.833	495.577	430.604	548.845	455.514	494.701
Pasivos totales	752.491	719.522	763.353	802.715	834.431	843.200
Patrimonio Total	461.161	484.527	433.121	404.084	432.277	473.212
Total patrimonio y pasivos	1.213.652	1.204.049	1.196.474	1.206.799	1.266.708	1.316.412
Deuda financiera ²	603.076	562.543	585.465	633.354	580.642	594.538

¹ Resultado operacional (margen bruto, gastos de administración y ventas, otros ingresos, otros gastos y otras ganancias) + depreciación y amortización.

² Considera las cuentas "Otros pasivos financieros, corrientes" + "Otros pasivos financieros, no corrientes" y para los periodos siguientes a 2019 se agrega las cuentas de "pasivos por arrendamiento financiero corriente y no corriente".

Opinión

Fundamentos de la clasificación

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

En septiembre de 2022, **GEN** presentó ingresos consolidados por US\$ 734,6 millones y un EBITDA¹ de US\$ 129,5 millones. A la misma fecha, la deuda financiera consolidada² alcanzaba los US\$ 594,5 millones, mientras que la deuda individual los US\$ 150 millones con dividendos promedio³ de US\$ 26,8 millones y un patrimonio total de US\$ 473,2 millones. De acuerdo con estas cifras, la relación deuda financiera individual sobre dividendo promedio alcanza las 5,6 veces⁴.

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

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

A su vez, se reconoce la fortaleza de sus filiales en términos de posicionamiento y estructura competitiva, destacando además el hecho de que la sociedad mantiene un *mix* de inversiones que favorecen la diversificación de flujos recibidos vía dividendo (al margen de que operan dentro del mismo rubro “marítimo”).

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

Por el contrario, la clasificación de riesgo se encuentra restringida por la dependencia del flujo de caja de **GEN** al reparto de dividendos de sus filiales, lo cual puede verse afectado en ciertos períodos por resultados financiero de sus filiales, aun cuando este riesgo se reduce por cuanto **GEN** controla a sus filiales operativas lo que le permite acceder en forma más expedita a estos flujos. También se considera la

³ Últimos cinco años.

⁴ Por su parte la relación deuda financiera consolidada sobre flujo de caja de largo plazo es de 5,2 veces.

dependencia de las inversiones del emisor, en mayor o menor grado, al comportamiento del comercio exterior y principalmente al dinamismo de la economía global (además se exhibe exposición a variaciones en el tipo de cambio y tasas de interés), así como los riesgos específicos asociados a Agunsa, Cabo Froward y CMC.

La clasificación asignada a los títulos accionarios de **GEN** en "*Primera Clase Nivel 3*", se debe a que siendo instrumentos con una presencia bursátil ajustada inferior a 20%, cuentan con un *market maker*⁵.

En términos de ESG⁶ a nivel de GEN se exhiben múltiples hitos medioambientales como la instalación de *scrubbers* o catalizadores que se adosan a chimeneas de buques (para reducir impacto en medio ambiente) y también se instalaron sistemas para aminorar contaminación en el proceso de devolución de las aguas de lastre al mar. En gobierno corporativo la sociedad mantiene estándares según lo establecido por la CMF y en cuanto a comunidad, mediante sus filiales, se han realizado diversas actividades como el mejoramiento de bordes costeros, limpieza de playas, y reuniones de consejo de recuperación ambiental y social. En definitiva, el desafío para la entidad radica en llevar a cabo una evaluación de los elementos de ESG en términos generales, para establecer objetivos y a futuro controlar su cumplimiento.

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

⁵ Bice Inversiones Corredores de Bolsa S.A.

⁶ Gobierno ambiental, social y corporativo (por sus siglas en inglés *Environmental, Social, Governance*), es un enfoque para evaluar la sostenibilidad en estos tres ámbitos.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

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

Fortalezas complementarias

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

Fortalezas de apoyo

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

Riesgos considerados

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

Hechos recientes

Resultados diciembre de 2021

Durante 2021, la sociedad generó ingresos consolidados por US\$ 757,2 millones y un EBITDA¹ por US\$ 150,2 millones. Los ingresos aumentaron un 29,4% respecto del mismo período de 2020, explicado por mayor venta en todos los segmentos.

En este periodo, los ingresos de la filial Agunsa aumentaron un 34,9% alcanzando los US\$ 600,6 millones, mientras que el EBITDA¹ finalizó en US\$ 64,4 millones, lo que significa un aumento de 23,7% respecto del año anterior. La deuda financiera² de Agunsa finalizó el periodo en US\$ 202,3 millones, un 1,1% menor a lo exhibido a fines de 2020.

Por su parte, en 2021 los ingresos de la filial CMC aumentaron un 14,5% respecto de 2020 y alcanzaron los US\$ 77,5 millones. La empresa experimentó un aumento en los costos de 13,2%, y como proporción de los ingresos se mantuvieron en 61,8% (62,5% en 2020). El EBITDA¹ de esta filial aumentó un 30,9%, finalizando en US\$ 42,6 millones. Además, CMC tuvo utilidades por US\$ 19 millones. La deuda financiera² de CMC se

redujo desde US\$ 160,9 millones que exhibía en 2020 a US\$ 131,5 millones en 2021 (siendo un 18,2% inferior).

Los ingresos de la filial Froward aumentaron en 8,4% respecto del año anterior, los costos por su parte lo hicieron en un 12,2%, lo que produce que la relación entre costo de venta e ingresos aumentara desde 59,9% en 2020 a 62,0% en 2021; mientras el EBITDA¹ de la empresa creció un 1,9% en el mismo período. Finalmente, la utilidad de Froward disminuyó desde US\$ 8,6 millones en 2020 a US\$ 5,9 millones en 2021. Por su parte, la deuda financiera se incrementó un 5,7% llegando a US\$ 12,7 millones.

Considerando los resultados antes descritos, en 2021 **GEN** obtuvo un resultado de explotación de US\$ 94,5 millones, lo que significa un alza de 37,2% respecto del año anterior. El EBITDA¹, por su parte, alcanzó los US\$ 150,2 millones, lo que representa un alza de 23,3% en comparación con el año anterior.

Resultados septiembre 2022

Durante 2022 (enero – septiembre), la firma generó ingresos por US\$ 734,6 millones y un EBITDA¹ por US\$ 129,5 millones. Ambas variables presentan alzas con respecto al mismo periodo de 2021, explicadas por una recuperación en la actividad y el dinamismo de la industria.

Agunsa presentó un aumento en sus ingresos de un 43,4%, alcanzando una ganancia bruta de US\$ 84,0 millones, en tanto que el EBITDA¹ también presentó un alza, desde US\$ 45,9 millones en 2021 a US\$ 64,4 millones en el mismo periodo de 2022, equivalente a un aumento de 40,1%. Por su parte, la deuda financiera² pasó de US\$ 202,3 millones en septiembre de 2021 a US\$ 265,4 millones en septiembre 2022 (aumentando 31,2%). Al respecto, cabe mencionar que gran parte de esta deuda adicional se mantuvo en “caja”, en consideración con el refinanciamiento y amortización esperada de otros créditos. De esta manera, la deuda financiera neta de Agunsa se mantuvo en US\$ 140,6 millones (US\$ 107,9 millones en 2021).

Los ingresos de CMC se incrementaron en 19,9%, llegando a US\$ 70,3 millones, de igual manera los costos de ventas aumentaron en un 22,3%, con lo cual produjo un crecimiento en la relación entre esta última variable y la primera, pasando de 63,2% a 64,5% entre septiembre de 2021 y de 2022, respectivamente. A su vez, el margen bruto de la compañía registró un aumento de 15,8% llegando a US\$ 25,0 millones. El EBITDA¹ de la empresa llegó a US\$ 36,6 millones, lo que representa un alza de un 15,8% respecto de lo registrado en septiembre de 2021. La deuda financiera² de CMC pasó de US\$ 131,5 millones en 2021 a US\$ 114,2 millones a septiembre de 2022.

Por su parte, los ingresos de explotación de Froward disminuyeron un 18,8%, llegando a US\$ 26,2 millones en septiembre de 2022. La relación costo de venta sobre ingresos exhibió un aumento, pasando desde un 66,1% (en septiembre de 2021) a 74,8% (en septiembre de 2022). De esta manera, la ganancia bruta disminuyó un 39,7% con respecto al mismo periodo de 2021. El EBITDA de Froward finaliza en US\$ 8 millones, lo que representa una disminución de 32,0% respecto al registrado en septiembre de 2021. La deuda financiera² de Froward disminuyó un 48,4% en septiembre de 2022 respecto al mismo periodo de 2021, finalizando en US\$ 6,7 millones.

Definición de categorías de riesgo

Categoría A

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Primera Clase Nivel 3

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

Tendencia Estable

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

Oportunidades y fortalezas

Elevado valor económico de filiales, en relación con la deuda financiera de GEN: Se considera como factor positivo el valor de las inversiones productivas de **GEN** en relación con el nivel de su deuda financiera individual. Al respecto, la deuda individual se mantiene en torno a los US\$ 150 millones, mientras que sólo las acciones de la filial Agunsa, propiedad de **GEN**, presentan una valorización aproximada de US\$ 157,9 millones, según el precio promedio de los últimos doce meses disponibles⁷, con el tipo de cambio al cierre de septiembre de 2022. A lo anterior, si se le suma CMC y Froward, se tendría un *ratio* de aproximadamente 179,6%.

De la misma forma, de acuerdo con transacciones recientes en el mercado, se podría valorizar el negocio de puertos y logística por alrededor de US\$ 580 millones, lo que equivale a 350,8% la deuda financiera individual.

Capacidad de enajenación de acciones de filiales sin perder el control: Las tres principales filiales de **GEN** (Agunsa, CMC y Froward) son todas sociedades anónimas (siendo las dos primeras clasificadas como sociedad anónima cerrada y la tercera como sociedad anónima abierta). En caso de insuficiencia de flujos para el pago de las cuotas de los bonos, el emisor puede entregar en garantía sus inversiones para la

⁷ Con fecha 22 de diciembre de 2020, Agunsa canceló la inscripción en el Registro de Valores y de sus acciones, con lo cual vuelve a ser Sociedad Anónima Cerrada.

obtención de créditos o, en el peor de los casos, recurrir a la venta de las acciones que posea en exceso; es decir, sobre el porcentaje que le permite conservar el control de la respectiva filial. De acuerdo con el precio promedio de las últimas transacciones bursátiles (últimos doce meses), Froward tendría un valor aproximado de US\$ 51 millones, y sus excesos le permitirían cubrir alrededor del 15,5% de la deuda individual de la matriz a septiembre de 2022; las tres sumadas permitirían cubrir cerca de un 87,7% de la deuda individual de **GEN**.

Control de la política de dividendos: **GEN** es controlador de CMC, 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 99,3% de CMC, el 99,5% de Agunsa y el 91,9% de Froward. En los últimos cinco años, los ingresos por dividendos han fluctuado entre US\$ 6,7 millones y US\$ 38,8 millones, siendo los más altos en 2019. En el periodo de 2021 los dividendos alcanzan US\$ 17,1 millones y los de 2022 alcanzaron los US\$ 27,6 millones.

Mix de inversiones: El conjunto de inversiones de la compañía contribuye a la diversificación de los ingresos del emisor. Desde 2017 a la fecha, según datos proporcionados por el emisor, los dividendos provenientes de Agunsa han representado en promedio cerca de un 31,2% del total recibido por **GEN**, mientras que los de CMC y Froward han sido un 15,3% y un 22,7% respectivamente, aunque se presenta una mayor dependencia de Agunsa, a diferencia de años anteriores, mantiene líneas de negocios y cobertura geográfica que le entregan diversificación de flujos. En el caso de CMC opera bajo la modalidad de contratos de largo plazo, lo que permite disminuir la variabilidad de sus ingresos, aumentando, de este modo, su predictibilidad y estabilidad.

Fortaleza filiales: Agunsa se ha caracterizado por un adecuado rendimiento operacional, una importante diversificación de clientes (de los principales clientes, no hay ninguno que por sí solo represente más del 10% de los ingresos⁸) y un fuerte posicionamiento dentro de su mercado, lo que le da una mayor estabilidad a **GEN**, al igual que la modalidad de contratos de CMC, entidad que a la fecha mantiene compromisos de arriendo de naves propias⁹ con Enap Refinerías S.A. (Arica, Antofagasta, Pioneros, Brio y Puerto Aysen, todas hasta 2025), Copec S.A. (Don Pancho II, hasta 2025), CMA CGM S.A. (Leto, hasta finales de 2024¹⁰) y Maersk Line A/S (Andes, Arauco y Angol hasta 2027 y Atacama hasta 2028).

En los hechos, el margen EBITDA de Agunsa y CMC se ha mantenido en torno a 11% y 54%, respectivamente (con coeficientes de variación de 4,2% en caso de Agunsa y 5,9% para CMC en contraste con el 9,5% de Froward).

Por su parte, de acuerdo a información publicada por la compañía en su memoria¹¹, en la zona del Bío Bío, Froward lidera el movimiento de graneles, con un 49% de participación y, en la actualidad, la sociedad mantiene contratos con empresas del sector forestal, minero, agroindustrial, agroalimenticio e industrial, entre otros, cuya relación se establece principalmente mediante contratos de mediano o largo plazo. De igual manera, se reconoce positivamente el acotado nivel de endeudamiento que exhibe la compañía,

⁸ Según estados financieros de Agunsa a septiembre de 2022.

⁹ Según estados financieros de CMC a septiembre de 2022.

¹⁰ Plazo máximo hasta comienzos de 2025.

¹¹ Memoria Froward 2021.

considerando que ha mantenido una relación de deuda financiera² a EBITDA bajo la vez en los últimos cinco años y con tendencia decreciente, pasando desde 0,9 veces en 2017 a 0,5 veces en septiembre de 2022 (últimos doce meses). Al respecto, las otras filiales han mantenido indicadores de endeudamiento estables en el tiempo (endeudamiento financiero sobre EBITDA promedio últimos cinco años en torno a 3,5 y 4,2 veces para Agunsa y CMC, respectivamente, con tendencia a la baja en ambos casos, exhibiendo valores de 3,2 y 2,4 veces en septiembre de 2022, respectivamente).

Experiencia en el rubro: La trayectoria del grupo en el mercado local y la experiencia y conocimiento del mercado naviero por parte de sus propietarios y ejecutivos constituyen una de las fortalezas de **GEN** y de sus filiales. Éstas han servido como activo para hacer frente a los períodos de contracción del negocio que en el pasado tuvo que enfrentar con su filial CCNI (actual CMC). Si bien **GEN** data del año 1983, sus principales filiales, CMC (ex CCNI) y Agunsa, tienen 92 años y 62 años de historia respectivamente, habiendo operado en distintos ciclos económicos y políticos.

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

En la misma línea, de acuerdo con la Organización Mundial del Comercio, en los últimos decenios el transporte marítimo ha experimentado una importante expansión, dado por el crecimiento del comercio y la mundialización. La misma entidad menciona que el transporte marítimo sigue siendo el modo predominante de transporte internacional de las mercancías objeto de comercio y constituye la columna vertebral de las cadenas de suministro mundiales; su importancia radica en que representa más del 80 % del volumen del comercio mundial. Además, cabe mencionar que este negocio internacional está ampliamente liberalizado, y muchas políticas marítimas restrictivas han desaparecido o bien, se han dejado de aplicar (en términos locales, destacan los tratados de libre comercio firmados por Chile). De esta manera, según las previsiones de la UNCTAD¹², en 2022 el crecimiento del comercio marítimo se situaría en torno a 1,4 %, y en el período de 2023-2027 aumentará a razón de un 2,1 % anual.

Factores de riesgo

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

¹² United Nations Conference on Trade and Development, Informe Sobre El Transporte Marítimo.

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

Riesgos asociados a CMC (ex CCNI): Durante septiembre de 2022, el 96,3% de los ingresos de esta filial provienen del negocio de arrendamiento, el cual presenta una considerable estabilidad de los ingresos, puesto que corresponde a contratos de arriendo a plazo con cánones preestablecidos. Sin embargo, aun cuando los arrendatarios son empresas solventes y los contratos son de largo plazo, no se puede descartar incumplimiento de alguno de ellos.

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

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

Riesgos asociados a Cabo Froward: Los principales riesgos tienen relación con la alta concentración que presentan las operaciones de la empresa, tanto en número de clientes como en tipo de carga movilizada¹³ (en Coronel se concentra en astillas, carbón y clinker y en Calbuco en combustible, astillas y clinker¹⁴) y al igual que AGUNSA los resultados de la compañía están expuestos al dinamismo económico de la economía mundial.

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

Exposición al tipo de cambio y tasas de interés: Por sus inversiones y actividades en el exterior, propio de su rubro, las fluctuaciones en la paridad del tipo cambio afectan tanto el balance de la compañía como sus resultados. En el caso de Agunsa, cerca del 60% de las ventas son denominadas en monedas extranjeras¹⁵, mientras que cerca de un 90% de los costos están en moneda funcional de cada país. Por su

¹³ Según memoria de Froward 2021, la demanda en el sector forestal está dada por astilla, en el sector minero por carbón, en el sector agroalimenticio por azúcar, trigo, soya, maíz, avena, canola, gluten y fertilizantes, graneles líquidos como aceite de pescado y vegetal y en el sector industrial por graneles sólidos tales como clinker, yeso e hidrocarburos limpios

¹⁴ Según últimas estadísticas disponibles en su página web (2020).

¹⁵ Según estados financieros Agunsa, septiembre 2022.

parte Froward, tiene un 94% de sus ingresos en dólares, mientras que un 85% de los costos están en pesos chilenos¹⁶. Para el caso de CMC, el 86,3% de sus ingresos está en dólares y el 76,2% de los costos está expresado en esta moneda¹⁷.

Desde el punto de vista de tasas de interés el 16% de la deuda total de Agunsa se compone de tasa variable, mientras que para CMC y Froward este valor asciende a 77% y 80%, respectivamente. No obstante, para **GEN** a nivel individual una variación en la tasa interés no presenta un mayor impacto, considerando que su deuda (bonos en UF) se encuentra a tasa fija y en UF, quedando expuesta a los riesgos de la variación del valor de esta última en comparación con el dólar.

Antecedentes generales

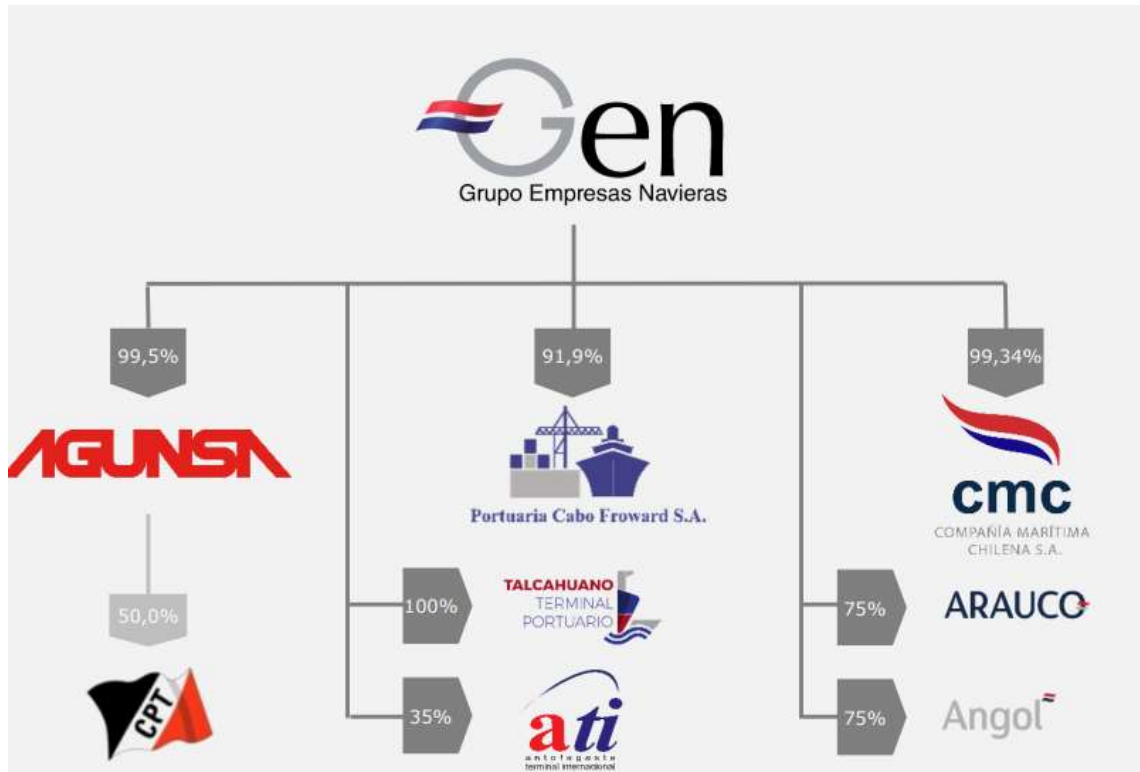
La compañía

GEN se creó en 1983, en la ciudad de Valparaíso, con el nombre de Euroandina de Inversiones S.A. Su objeto principal es la inversión en acciones y valores mobiliarios, manteniendo actualmente participación accionaria directa o derechos en las siguientes empresas: Compañía Marítima Chilena S.A., Agencias Universales S.A., Portuaria Cabo Froward S.A., Talcahuano Terminal Portuario S.A., Antofagasta Terminal Internacional S.A., Portuaria Mar Austral S.A., MS "CMC Angol" GmbH & Co. KG y MS "CMC Arauco GmbH & Co". KG.

¹⁶ Según estados financieros Froward, septiembre 2022.

¹⁷ Según estados financieros CMC, septiembre 2022.

Estructura societaria¹⁸



Composición de los flujos

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

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

- **Negocio armador:** En este segmento participan CMC, Agunsa, Arauco, Angol, Andes y Atacama (estas dos últimas sociedades consolidadas por CMC). Corresponde al negocio de administración y arriendo de naves propias del tipo portacontenedores y tanqueras y a contar del 2015, también se incluye el arrendamiento a largo plazo de naves propias a ENAP. Adicionalmente, presta servicios a la industria marítima con una flota de lanchas transbordadores y remolcadores, a través de CPT Empresas Marítimas SA, sociedad coligada de Agunsa. Destaca en el negocio armador, los cuatro buques portacontenedores de 9.000 teu de capacidad y los cinco buques tanqueros bajo

¹⁸ Marzo 2022, extraído de la presentación a inversionistas disponible en www.gen.cl

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

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

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

En la Ilustración 1 se puede ver la evolución de los dividendos que podría recibir **GEN** en el caso de que sus filiales repartieran el 100% de sus utilidades (ajustado por la participación que posee **GEN**). Como se puede observar en la Ilustración 1, desde 2017 a 2020 los flujos por recibir de sus principales filiales se mantuvieron fluctuando en torno a US\$ 37 millones y posteriormente, presentan un comportamiento al alza, pasando desde US\$ 33,3 millones en 2020 a US\$ 54,8 y US\$ 72,7 millones en 2021 y 2022, respectivamente (últimos doce meses terminados en septiembre).

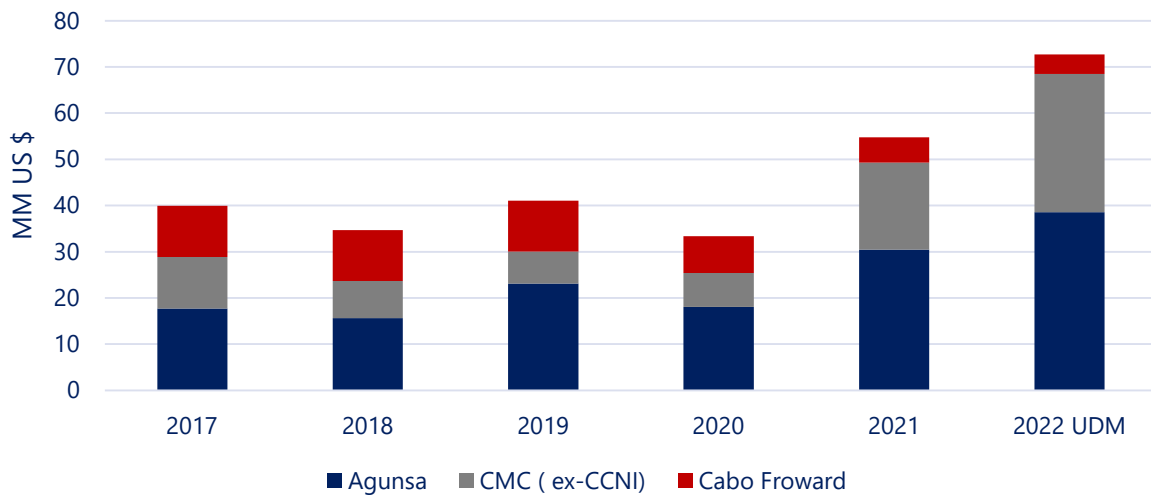


Ilustración 1: Evolución utilidades filiales ajustadas por participación de **GEN** (caso hipotético filiales reparten el 100% de sus utilidades a **GEN**)

Filiales y coligadas

Compañía Marítima Chilena (CMC, continuadora de CCNI)

CMC (Ex- CCNI): Estados de Resultados Consolidados							
IFRS							
Miles de US\$	2017	2018	2019	2020	2021	sept-21	sept-22
Ingresos de activ. Ordinarias	75.383	66.915	64.634	67.704	77.491	58.615	70.295
Costo de ventas	-44.076	-38.212	-36.913	-42.335	-47.910	-37.049	-45.328
Ganancia bruta	31.307	28.703	27.721	25.369	29.581	21.566	24.967
Gastos de administración	-5.083	-5.375	-4.591	-3.861	-4.410	-3.318	-3.274
Resultado operacional	27.553	23.588	22.434	16.443	24.429	18.018	21.291
Gastos financieros	-11.864	-12.635	-11.580	-9.628	-8.045	-6.145	-6.079
Utilidad del ejercicio	13.438	9.594	7.061	7.421	19.003	12.773	23.893
EBITDA ¹	39.013	37.602	36.425	32.549	42.599	31.608	36.602

CMC (Ex- CCNI): Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS						
Miles de US\$	2017	2018	2019	2020	2021	sept-22
Activos corrientes	31.177	18.199	32.627	34.606	37.189	41.119
Efectivo y equivalentes	21.259	11.915	17.046	13.802	14.400	18.562
Activos no corrientes	368.467	356.234	331.905	320.566	308.684	303.688
Total activos	399.644	374.433	364.532	355.172	345.873	344.807
Pasivos corrientes	32.939	33.549	63.501	55.617	65.460	47.675
Pasivos no corrientes	178.189	153.856	124.786	152.659	110.622	110.792
Pasivos totales	211.128	187.405	188.287	208.276	176.082	158.467
Patrimonio Total	188.516	187.028	176.245	146.896	169.791	186.340
Total patrimonio y pasivos	399.644	374.433	364.532	355.172	345.873	344.807
Deuda financiera ²	199.607	177.159	170.459	160.871	131.513	114.206

Antecedentes generales

En el pasado, CCNI (ahora CMC) fue una empresa dedicada al transporte marítimo de carga, en especial en aquellas rutas relacionadas con el comercio exterior chileno.

Durante febrero de 2015, se materializó la operación de venta del negocio de "liner container" de CCNI a Hamburg Süd. Considerando que este traspaso incluyó 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 ofrece los siguientes servicios:

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

Durante septiembre de 2022, casi la totalidad de los ingresos de CMC provinieron del negocio de fletamento (96,3%), el que presenta una considerable estabilidad de los ingresos, puesto que corresponde a contratos de arriendo a plazo con cánones preestablecidos. Destacando el arrendamiento a tres y cuatro años para las dos naves portacontenedores de 3.100 teu Leto y Daphne, en donde CMC cuenta con un 100% y 50% de propiedad, respectivamente (previamente estas naves eran arrendadas en el mercado *spot*).

Al 30 de septiembre de 2022, las siguientes naves propias se encuentran en modalidad de arriendo con los arrendatarios y plazos que se señalan a continuación¹⁹:

¹⁹ Según estados financieros de CMC a septiembre de 2022.

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

Agencias Universales S.A (Agunsa)

AGUNSA: Estados de Resultados Consolidados IFRS							
Miles de US\$	2017	2018	2019	2020	2021	sept-21	sept-22
Ingresos de activ. Ordinarias	457.203	489.498	513.736	445.278	600.617	423.837	607.870
Costo de ventas	-386.482	-417.675	-438.120	-381.576	-511.827	-361.215	-523.829
Ganancia bruta	70.721	71.823	75.616	63.702	88.790	62.622	84.041
Gastos de administración	-44.843	-41.686	-44.099	-39.076	-42.846	-31.911	-36.161
Resultado operacional	25.183	27.470	30.864	28.550	42.439	27.848	47.749
Gastos financieros	-7.109	-11.188	-10.867	-11.429	-10.698	-7.812	-8.520
Utilidad del ejercicio	21.839	19.313	23.594	18.143	30.617	12.245	20.390
EBITDA ¹	50.979	56.613	55.824	52.045	64.376	45.944	64.359

AGUNSA: Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS							
Miles de US\$	2017	2018	2019	2020	2021	sept-22	
Activos corrientes	158.089	175.337	173.437	186.546	277.910	330.500	
Efectivo y equivalentes	35.530	28.044	24.661	50.271	94.349	124.794	
Activos no corrientes	348.208	343.857	366.046	370.134	364.217	378.037	
Total activos	506.297	519.194	539.483	556.680	642.127	708.537	
Pasivos corrientes	136.844	141.283	179.591	172.463	261.014	253.998	
Pasivos no corrientes	164.297	174.083	161.469	186.153	172.877	233.881	
Pasivos totales	301.141	315.366	341.060	358.616	433.891	487.879	
Patrimonio Total	205.156	203.828	198.423	198.064	208.236	220.658	
Total patrimonio y pasivos	506.297	519.194	539.483	556.680	642.127	708.537	
Deuda financiera ²	184.337	196.501	208.112	204.572	202.288	265.433	

Antecedentes generales

La compañía tiene sus orígenes en 1960, dada la necesidad de CCNI (actual CMC) de contar con una agencia naviera capaz de proporcionar servicios portuarios. En 1989 se produce la separación de CCNI (actual CMC) y Agunsa, pasando a ser esta última una empresa independiente de la naviera. En 1992, dada

la consolidación de la compañía a nivel nacional, comienza el proceso de internacionalización que logra posicionarla como una de las más importantes del rubro logístico de América Latina. En la actualidad, Agunsa cuenta con presencia en más de 18 países.

Actualmente, la sociedad ofrece los siguientes servicios:

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

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

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

En años anteriores (principios de 2017), destaca la adjudicación de la concesión por 40 años del Terminal Portuario de Manta en Ecuador, en esta sociedad participa en un 60% Agencia Universales S.A y en un 40% Agunsa Ecuador S.A. Esta sociedad se dedica al diseño, planificación y financiamiento de la construcción y mantenimiento de la Terminal Internacional de la Autoridad Portuaria de Manta.

Portuaria Cabo Froward S.A.

AGUNSA: Estados de Resultados Consolidados							
IFRS							
Miles de US\$	2017	2018	2019	2020	2021	sept-21	sept-22
Ingresos de activ. Ordinarias	457.203	489.498	513.736	445.278	600.617	423.837	607.870
Costo de ventas	-386.482	-417.675	-438.120	-381.576	-511.827	-361.215	-523.829
Ganancia bruta	70.721	71.823	75.616	63.702	88.790	62.622	84.041
Gastos de administración	-44.843	-41.686	-44.099	-39.076	-42.846	-31.911	-36.161
Resultado operacional	25.183	27.470	30.864	28.550	42.439	27.848	47.749
Gastos financieros	-7.109	-11.188	-10.867	-11.429	-10.698	-7.812	-8.520
Utilidad del ejercicio	21.839	19.313	23.594	18.143	30.617	12.245	20.390
EBITDA ¹	50.979	56.613	55.824	52.045	64.376	45.944	64.359

AGUNSA: Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS						
Miles de US\$	2017	2018	2019	2020	2021	sept-22
Activos corrientes	158.089	175.337	173.437	186.546	277.910	330.500
Efectivo y equivalentes	35.530	28.044	24.661	50.271	94.349	124.794
Activos no corrientes	348.208	343.857	366.046	370.134	364.217	378.037
Total activos	506.297	519.194	539.483	556.680	642.127	708.537
Pasivos corrientes	136.844	141.283	179.591	172.463	261.014	253.998
Pasivos no corrientes	164.297	174.083	161.469	186.153	172.877	233.881
Pasivos totales	301.141	315.366	341.060	358.616	433.891	487.879
Patrimonio Total	205.156	203.828	198.423	198.064	208.236	220.658
Total patrimonio y pasivos	506.297	519.194	539.483	556.680	642.127	708.537
Deuda financiera ²	184.337	196.501	208.112	204.572	202.288	265.433

Antecedentes generales

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

Para poder realizar sus operaciones, Froward cuenta entre su infraestructura con tres terminales mecanizados llamados Jureles, Puchoco y Chollín, todos ubicados en la costa norte de la bahía de Coronel, Región del Biobío; y el puerto industrial de Calbuco, en la Región de Los Lagos, participando activamente en las faenas de apoyo a las importaciones y exportaciones de productos a granel, carga general y en la descarga de hidrocarburos¹¹.

Su área de actividad se extiende desde la séptima a la undécima Región, zonas en que se concentra la mayor actividad forestal, pesquera y agroindustrial del país. La mayor parte de la carga movilizada por esta filial corresponde a productos forestales¹⁴.

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

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

Según estados financieros a septiembre de 2022, el grupo **GEN**, cuenta con una flota de cuatro naves portacontenedores 9000 TEU, dos a través de las subsidiarias MS "CMC Angol" GmbH & Co. KG y MS "CMC Arauco" GmbH & Co. KG y las otras dos a través de las asociadas MS "CMC Andes" GmbH & Co. KG y MS "CMC Atacama" GmbH & Co. KG respectivamente. Adicionalmente cuenta con una nave portacontenedores de 3100 TEU, a través de la asociada MS Leto Schiffahrtsgesellschaft mbh & Co KG.

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

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

Durante 2021 Angol, obtuvo ingresos por US\$ 15,7 millones y utilidades por US\$ 6,5 millones, siendo un 11,5% y 15,2% superior al 2020 respectivamente. En el mismo año, Arauco tuvo ingresos por US\$ 15,5 millones y utilidades por US\$ 6,9 millones, siendo un 12,7% y un 14,2% superior a lo registrado en 2020. Ambas naves, Arauco y Angol, fueron arrendadas a Hamburg Süd, actualmente MAERSK, por un plazo de 12 años.

Análisis financiero de GEN²⁰

Evolución de los ingresos y EBITDA

Sin considerar 2020, en el periodo de análisis se exhibe una tendencia alcista de los flujos consolidados de **GEN** pasando de tener ingresos y EBITDA¹ de US\$ 603,7 millones y US\$ 127,8 millones en 2017 a US\$ 950,7 millones y 170 US\$ millones en 2022, respectivamente (últimos doce meses terminados en septiembre). El mayor valor en el último periodo se explica principalmente por incremento en las ventas del segmento de agenciamiento y logística asociado a un mayor número de clientes y operaciones de almacenaje, distribución y transporte (el alza del segmento agenciamiento está apalancada en las actividades de *bunkering* y de agenciamiento de naves).

El margen EBITDA se ha mantenido relativamente estable, fluctuando en torno a 21%, exhibiendo una baja en 2022 (año móvil), presentando para ese año, un *ratio* de 17,9%. La baja anterior se explica principalmente por mayores costos de logística, agenciamiento y gastos de administración.

²⁰ Para los indicadores de flujo se ha utilizado el año móvil a septiembre de 2022.

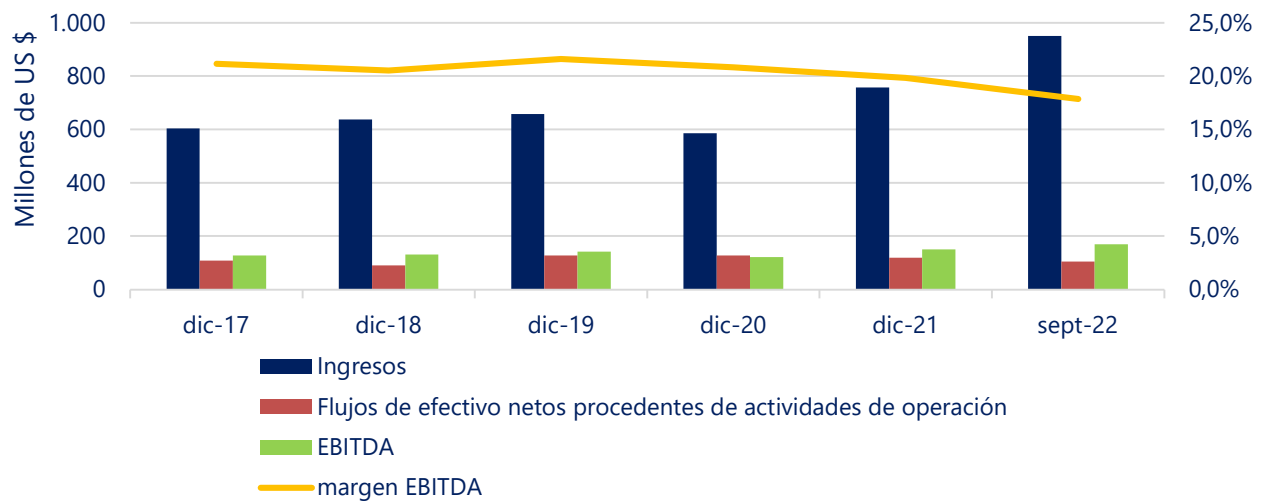


Ilustración 2: Evolución de ingresos, flujo de la operación, EBITDA y margen EBITDA

Evolución del endeudamiento y la liquidez

Al 30 de septiembre de 2022, los pasivos financieros consolidados de **GEN** alcanzaban US\$ 594,5 millones, lo que se traduce en un aumento de 2,4% respecto diciembre de 2021. Un 35,7% de esta deuda proviene de los compromisos de AGUNSA, un 25,2% de obligaciones individuales de **GEN** (en 2021 el *ratio* era de 28,5%), un 8,2% de CMC, un 19,9% de las filiales CMC Arauco, CMC Angol, CMC Andes y CMC Atacama, y el resto de las demás empresas del grupo.

La deuda financiera consolidada corresponde en un 68,1% a obligaciones con bancos, un 23,9% a obligaciones con el público (bonos), un 7,6% a pasivos por arrendamiento y 0,4% a derivados.

Los indicadores de endeudamiento relativo exhibieron alzas en 2020 explicado por la baja en los flujos (esencialmente del segmento agenciamiento por disminución en los niveles de actividad bajo el contexto covid y específicamente en las operaciones de *bunkering*), no obstante, en 2021 y 2022 los indicadores han mantenido un comportamiento a la baja hasta alcanzar *ratios* de endeudamiento financiero sobre flujo de caja de largo plazo²¹ de 5,17 veces (5,3 veces en 2021) y endeudamiento financiero a EBITDA de 3,5 veces (3,9 veces en 2021).

²¹ 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.

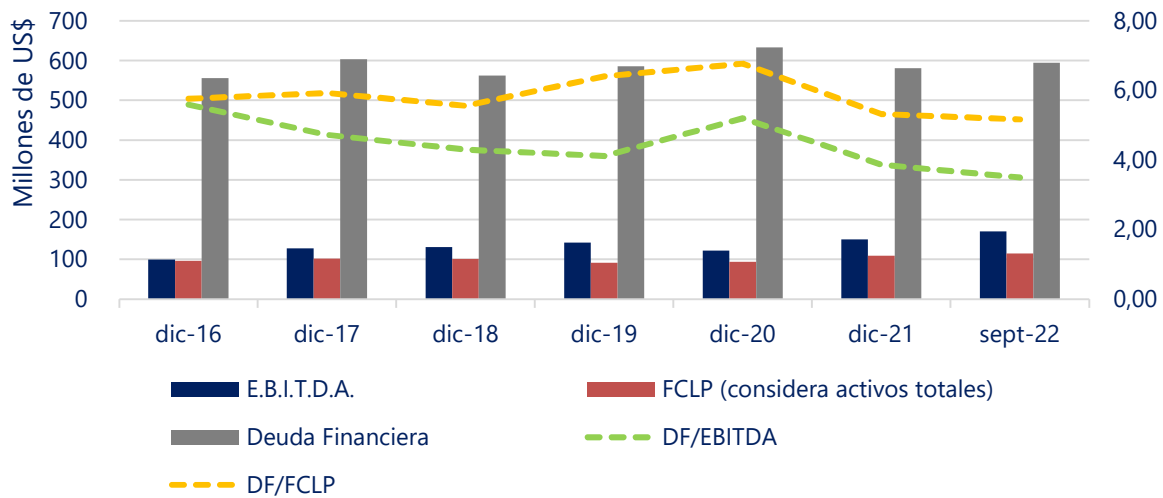


Ilustración 3: Evolución de la deuda financiera, EBITDA y FCLP

En la Ilustración 4 se muestra la evolución de los dividendos recibidos (promedio móvil últimos cinco años), la deuda financiera individual de **GEN** y la relación entre ambas variables. Al respecto, destaca el aumento en la deuda de **GEN** en 2020 que se explica por la emisión de bonos Serie B y E (UF 2 millones, y UF 1,5 millones, respectivamente) cuyos fondos se destinaron al refinanciamiento de pasivos de la sociedad y subsidiarias. En adelante, la relación deuda financiera individual sobre dividendos exhibe un comportamiento a la baja hasta alcanzar las 5,6 veces en septiembre de 2022 (últimos doce meses).

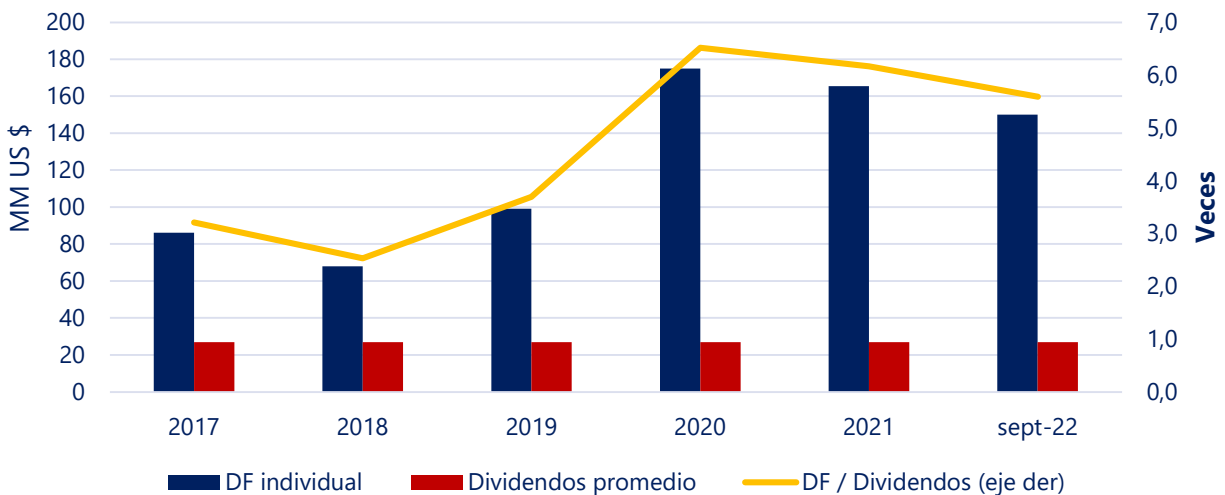


Ilustración 4: Dividendos recibidos y deuda financiera individual

El gráfico de la Ilustración 5 muestra el perfil de vencimientos de los pasivos financieros de **GEN** comparado con los dividendos recibidos por sus filiales. Se aprecia que, considerando los dividendos recibidos en promedio en el período 2017-2022, la compañía puede hacer frente a sus obligaciones financieras, excepto para el vencimiento de sus bonos *bullets* en los años 2028 y 2030, por US\$ 52,5 millones en 2028 y US\$

71,5 millones, respectivamente (superando este último en 2,8 veces los dividendos promedio entre 2017 y 2022). No obstante, de mantenerse la utilidad exhibida en septiembre de 2022 (últimos doce meses) por parte de las principales filiales, los dividendos que se podrían percibir (retirando el 100%), serían cerca de US\$ 72,7 millones, alcanzando a cubrir los pagos pactados. Sin perjuicio de lo anterior, siempre existe la posibilidad de refinanciar esos vencimientos, aunque sujeto a las condiciones del mercado y de la economía a la fecha del refinanciamiento.



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

La liquidez de **GEN** consolidado, medida a través de la razón circulante (activos corrientes sobre pasivos corrientes), mostró una estabilidad entre 2017 y 2018 con valores muy cercanos a la unidad. Sin embargo, en 2019 este indicador se situó en 0,66 veces, producto de un aumento en su deuda financiera corriente (obligaciones con bancos pasaron desde US\$ 91,1 millones a US\$ 176,8 millones) manteniendo el *ratio* por debajo de la unidad. Posteriormente, esta medición ha exhibido mejoras hasta alcanzar las 1,1 veces en la observación más reciente (septiembre 2022). El alza en 2022 se debe a una disminución en las obligaciones con bancos (pasaron de US\$ 147 millones en 2021 a US\$ 123,1 millones en 2022) y por mayor efectivo y equivalentes (pasó de US\$ 120,1 millones en 2021 a US\$ 152,1 millones en 2022).

A nivel de filiales, la liquidez de Agunsa a septiembre de 2022 fue igual a 1,3 veces, mientras que para CMC finalizó en 0,9 veces y Cabo Froward en la unidad.

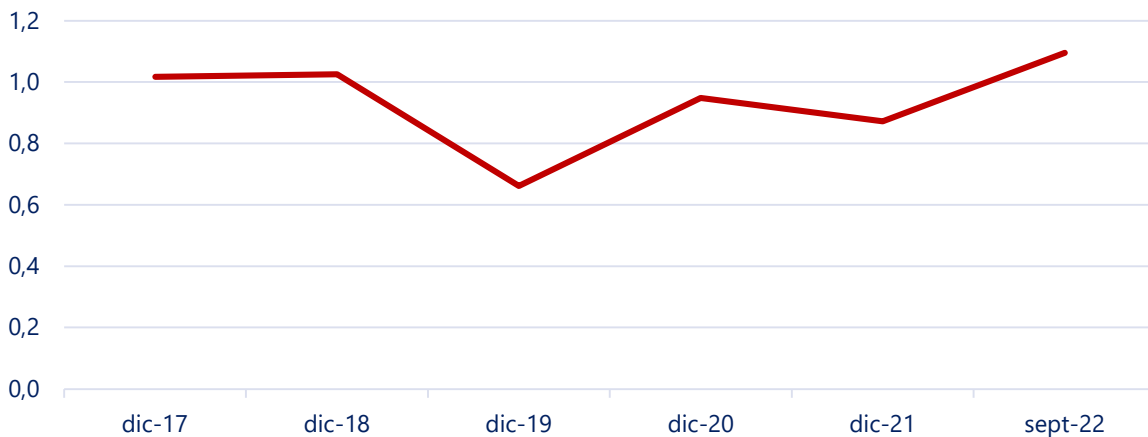


Ilustración 6: Evolución liquidez medida como razon circulante

Evolución de la rentabilidad²²

Sin considerar 2020 (menores utilidades obtenidas durante la pandemia), las rentabilidades exhiben cierta tendencia al alza, de modo que en 2017 las rentabilidades sobre activo, patrimonio y operacional fueron de 3,86%, 9,92% y 8,81%, respectivamente, mientras que en 2022 alcanzaron un 6,71%, 18,42% y 11,52%, respectivamente. En general, en el último periodo el alza se atribuye al aumento de la ganancia bruta (mayores ventas en el segmento de agenciamiento y logística asociado a un incremento en el número de clientes y las operaciones de almacenaje, distribución y transporte) y por el efecto positivo por diferencia de cambio.

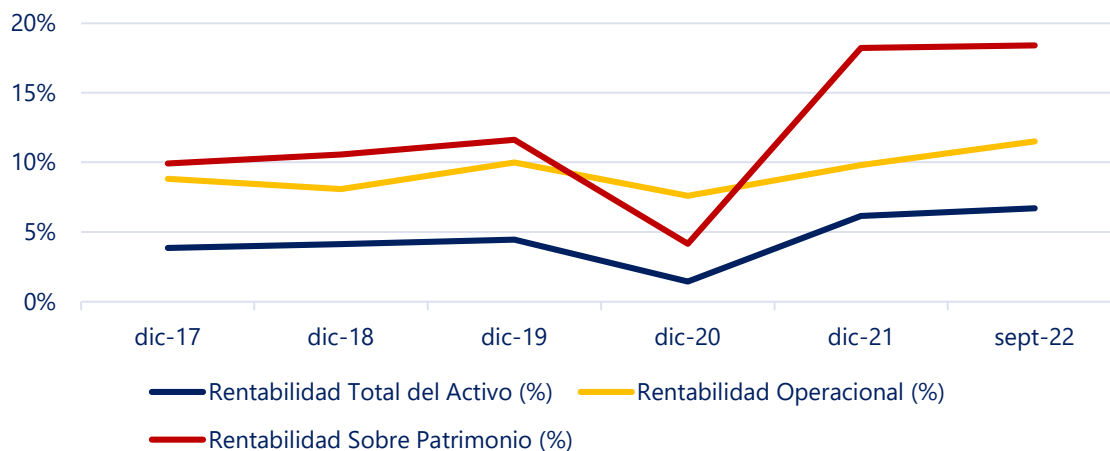


Ilustración 7: Evolución de las rentabilidades

²² Rentabilidad operacional : Resultado operacional/Activos corrientes promedio + Propiedades planta y equipo promedio.
 Rentabilidad del patrimonio : Ganancia (Pérdida)/Patrimonio total promedio.
 Rentabilidad total del activo : Ganancia (pérdida)/ Activos totales promedio.

Acciones

A continuación, se presenta el comportamiento de las acciones de la compañía a octubre de 2021, en términos de presencia promedio (días en que los montos transados superaron las UF 200). La presencia promedio de la acción de **GEN** a noviembre de 2022 llega a 4,9%, cabe mencionar que cuenta con *market maker*²³.

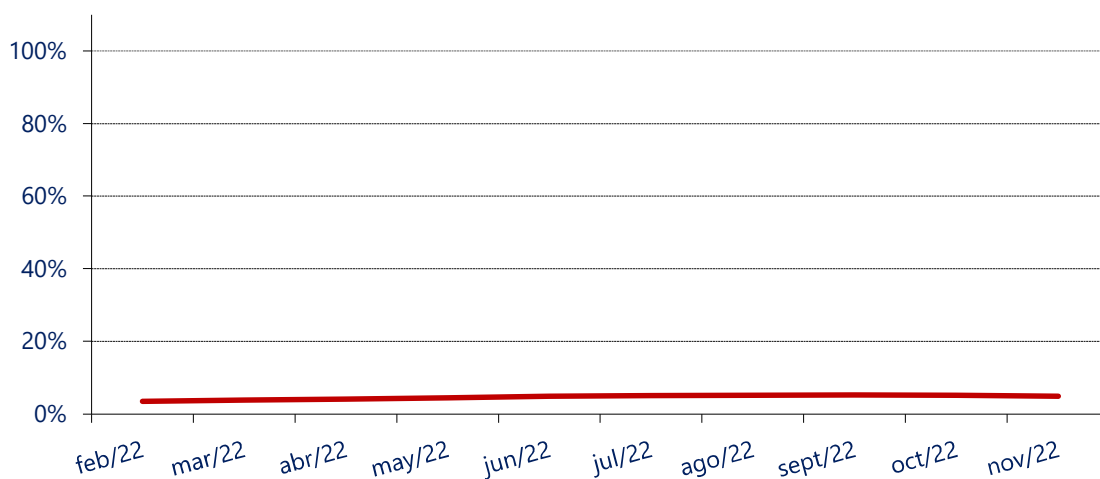


Ilustración 8: Presencia promedio (%)

²³ Bice Inversiones Corredores de Bolsa, 21-12-2022 / 24-11-2023.

Covenants

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

Covenants líneas de bonos N° 659		
Covenant	Definición	30-sept-22
Patrimonio mínimo	Mantener en sus Estados Financieros un Patrimonio mínimo trescientos millones de dólares. DEF. Patrimonio: Significará la partida "Patrimonio Total" de los Estados Financieros.	M US\$473.212
Caja mínima consolidada	Mantener una Caja Mínima Consolidada por un monto mínimo de veinte millones de dólares. Se entenderá por "Caja Mínima Consolidada" el resultado de la suma de las partidas "Efectivo y Equivalente al efectivo" de los estados financieros consolidados del emisor.	M US\$152.118
Nivel de Endeudamiento Financiero	Mantener una Deuda Financiera Neta Individual en sus estados financieros trimestrales bajo IFRS menor o igual a 0,725 veces su patrimonio individual. /ii/ Asimismo, el Emisor se obliga a incluir el resultado de cálculo del Nivel de Endeudamiento Financiero en una nota de los EEFF señalando si cumple con el límite aquí establecido e indicando el detalle y monto de las cuentas que lo componen.	0,37 veces
Deuda Financiera Neta Consolidada a EBITDA Consolidado	Mantener una Deuda Financiera Neta Consolidada a EBITDA Consolidado menor o igual a 5,5 veces al cierre de cada trimestre, a ser medido en forma trimestral.	2,54 veces
Participación en filiales relevantes y Control	El Emisor deberá mantener la propiedad, ya sea en forma directa o a través de Filiales, de acciones emitidas por las sociedades que sean Filiales Relevantes que: /i/ representen más de la mitad del capital social de cada una de ellas; y /ii/ permitan al Emisor calificar como controlador de dichas sociedades, en los términos del art. 97 de la Ley de Mercado de Valores. Se entenderá cumplida la obligación establecida en este número 10 si el Emisor enajenare su participación en una o más de las Filiales Relevantes y se cumplen las siguientes condiciones copulativas: /i/ Que dentro del plazo de 30 días corridos contado desde la enajenación de la participación en la o las Filiales Relevantes de que se trate, el Emisor informe al RTB, mediante comunicación entregada por medio de un notario, cuál o cuáles de sus Filiales reemplazarán dentro del listado de Filiales Relevantes a la Filial que hubiere dejado de ser Filial Relevante por haber el Emisor enajenado su participación; y /ii/ Que el EBITDA acumulado de los últimos doce meses de la o las nuevas Filiales Relevantes, que reemplazarán a la Filial Relevante que hubiere dejado de ser Filial Relevante por haber el Emisor enajenado su participación, ponderado por el % de participación de propiedad que el Emisor posea de dicha o dichas Filiales, sea mayor o igual al EBITDA acumulado de los últimos doce meses generado por la Filial Relevante en que el emisor que hubiere dejado de ser Filial Relevante por haber éste enajenado su participación, ponderado por el % de participación de propiedad que el Emisor posea de dicha Filial Relevante.	

Covenants líneas de bonos N° 983		
Covenant	Definición	30-sept-22
Caja mínima Consolidada	Mantener una Caja Mínima Consolidada por un monto mínimo de veinte millones de dólares. Se entenderá por "Caja Mínima Consolidada" el resultado de la suma de las partidas "Efectivo y Equivalente al efectivo" de los estados financieros consolidados del emisor.	M US\$152.218
Patrimonio mínimo	Mantener en sus Estados Financieros un Patrimonio mínimo ciento cincuenta millones de dólares. DEF. Patrimonio: Significará la partida "Patrimonio Total" de los Estados Financieros.	M US\$473.212
Nivel de endeudamiento financiero	Mantener una Deuda Financiera Neta Individual en sus estados financieros trimestrales bajo IFRS menor o igual a 0,725 veces su patrimonio individual. /ii/ Asimismo, el Emisor se obliga a incluir el resultado de cálculo del Nivel de Endeudamiento Financiero en una nota de los EEFF señalando si cumple con el límite aquí establecido e indicando el detalle y monto de las cuentas que lo componen.	0,37 veces

Ratios financieros

Ratios Financieros						
Ratios de liquidez	2017	2018	2019	2020	2021	sept-22
Liquidez (veces)	1,43	1,43	1,41	1,41	1,37	1,32
Razón Circulante (Veces)	1,02	1,03	0,66	0,95	0,87	1,10
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	0,97	0,97	0,64	0,93	0,85	1,08
Razón Ácida (veces)	0,99	0,99	0,64	0,92	0,85	1,06
Rotación de Inventarios (veces)	67,30	63,94	59,17	56,51	74,66	65,50
Promedio Días de Inventarios (días)	5,42	5,71	6,17	6,46	4,89	5,57
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	6,24	5,54	5,38	5,28	4,53	5,32
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	58,49	65,89	67,88	69,08	80,59	68,65
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	4,46	4,35	4,54	4,33	3,17	4,37
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	81,92	83,92	80,46	84,34	115,18	83,56
Diferencia de Días (días)	23,43	18,03	12,58	15,26	34,59	14,91
Ciclo Económico (días)	18,01	12,32	6,41	8,80	29,70	9,34

Ratios de endeudamiento	2017	2018	2019	2020	2021	sept-22
Endeudamiento (veces)	0,62	0,60	0,64	0,67	0,66	0,64
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	1,63	1,48	1,76	1,99	1,93	1,78
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,41	0,45	0,77	0,46	0,83	0,70
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	4,72	4,30	4,12	5,20	3,86	3,50
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,21	0,23	0,24	0,19	0,26	0,29
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	80,14%	78,18%	76,70%	78,90%	69,59%	70,51%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	0,89%	0,64%	2,58%	1,99%	1,18%	1,50%
Veces que se gana el Interés (veces)	2,15	1,99	2,28	0,95	3,76	4,08

Ratios de rentabilidad	2017	2018	2019	2020	2021	sept-22
Margen Bruto (%)	22,88%	22,36%	21,84%	20,91%	20,45%	18,74%
Margen Neto (%)	7,61%	7,84%	8,10%	2,98%	10,06%	9,01%
Rotación del Activo (%)	49,74%	52,93%	54,99%	48,50%	59,78%	72,22%
Rentabilidad Total del Activo (%) *	3,90%	4,20%	4,52%	1,47%	6,21%	6,76%
Rentabilidad Total del Activo (%)	3,86%	4,13%	4,44%	1,45%	6,16%	6,71%
Inversión de Capital (%)	154,91%	148,20%	152,38%	170,74%	153,71%	138,85%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	161,02	112,63	-5,85	-44,32	-15,62	28,45
Rentabilidad Operacional (%)	8,81%	8,08%	9,98%	7,60%	9,81%	11,52%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	9,92%	10,56%	11,62%	4,17%	18,21%	18,42%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	69,76%	69,72%	71,16%	71,04%	72,93%	75,73%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	77,12%	77,64%	78,16%	79,09%	79,55%	81,26%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	9,87%	9,10%	8,99%	9,04%	7,82%	6,66%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	17,14%	16,10%	19,88%	16,45%	22,59%	24,44%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	21,16%	20,53%	21,62%	20,81%	19,84%	17,87%

"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Comisión para el Mercado Financiero y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."