



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Grupo Empresas Navieras S.A. y Subsidiarias

Enero 2012

Informe Anual

Analista
Carlos Ebensperger H.
Tel. (56-2) 433 5200
carlos.ebensperger@humphreys.cl

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16°
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categorías de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos	
Tendencia	BBB+
Otros Instrumentos:	Estable
 Acciones	Primera Clase Nivel 3
Tendencia	Estable
 EEFF base	Septiembre de 2011

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Línea de Bonos a 30 años Serie A	Nº 659 de 12.04.2011 Primera Emisión

Estado de Resultados Consolidado IFRS						
M US\$	2008	2009	2010	Ene-Sep 2009	Ene-Sep 2010	Ene-Sep 2011
Ingresos totales	1.359.453	914.604	1.273.860	692.368	910.127	1.110.440
Costo de ventas	-1.285.395	-876.453	-1.109.953	-667.756	-796.642	-1.084.741
Margen Bruto	74.058	38.151	163.907	24.612	113.485	25.699
Gastos de administración	-71.345	-67.635	-79.183	-48.782	-53.913	-60.892
Resultado operacional	3.059	-28.950	85.535	-23.778	60.061	-34.491
Costos financieros	-11.351	-9.516	-10.068	-6.702	-7.960	-9.142
Utilidad del Ejercicio	-6.888	-20.082	69.402	-16.915	49.045	-19.324
EBITDA	17.939	-7.008	105.655	-12.558	75.751	-19.015

Balance General Consolidado IFRS					
M US\$	31-12-08	31-12-09	31-12-10	30-09-2010	30-09-2011
Activos Corrientes	236.486	226.671	294.632	315.537	306.088
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	73.249	71.277	99.858	94.975	71.238
Activos No Corrientes	370.243	395.356	404.717	402.922	451.304
Total Activos	606.729	622.027	699.349	718.459	757.392
Pasivos Corrientes	229.630	244.545	249.771	269.249	275.222
Pasivos No Corrientes	167.526	190.750	189.868	194.196	220.786
Pasivos Totales	397.156	435.295	439.639	463.445	496.008
Patrimonio total	209.573	186.732	259.710	255.014	261.384
Patrimonio y Pasivos, Total	606.729	622.027	699.349	718.459	757.392
Deuda Financiera	199.122	165.364	204.628	208.332	250.796

Opinión

Grupo Empresas Navieras S.A. (Naviera) es la sociedad matriz de las empresas Compañía Chilena de Navegación Interoceánica S.A. (CCNI, dedicada al transporte marítimo), Agencias Universales S.A. (Agunsa, agenciamiento naviero y participación en concesión de aeropuertos y puertos), Portuaria Cabo Froward S.A. (Froward, administración de puertos) y Talcahuano Terminal Portuario S.A. (TTP, puerto). Además participa directamente en las sociedades Antofagasta Terminal Internacional S.A., Terminal Puerto Arica S.A. e Iquique Terminal Internacional S.A. e indirectamente, a través de Agunsa, en las concesiones de los aeropuertos de Santiago y Punta Arenas y, a través de sus filiales, en otras sociedades, tanto nacionales como extranjeras (algunas constituidas sólo como vehículos de inversión).

Entre enero y septiembre de 2011 **Naviera** generó ingresos consolidados por US\$ 1.110,4 millones y un EBITDA negativo de US\$ 19 millones, el que se explica por los márgenes negativos obtenidos por la filial CCNI. Al 30 de Septiembre de 2011 la deuda financiera consolidada alcanzaba los US\$ 250,8 millones (de los cuales US\$ 50,9 millones corresponden a bonos), con un patrimonio total de US\$ 261 millones.

En los nueve primeros meses de 2011, sus principales filiales, CCNI, Agunsa y Cabo Froward, tuvieron ingresos por US\$ 686,7 millones, US\$ 462,8 millones y US\$ 20,3 millones, respectivamente. La deuda financiera consolidada a septiembre, que ascendía a US\$ 251 millones, correspondía en 47,4% a obligaciones de Agunsa, en 17,1% a CCNI, en 15,1% a Cabo Froward y el 20,3% restante a la matriz.

En los últimos cinco años el emisor ha percibido en promedio por concepto de dividendos de filiales US\$ 9,9 millones, de los cuales aproximadamente el 62% provino de Agunsa.

La clasificación de riesgo asignada a la emisión de bonos con cargo a la línea de bonos de la compañía en "Categoría BBB+" se fundamenta en la experiencia del grupo en el giro propio de sus inversiones-filiales y en

la sinergia que tal *mix* de empresas origina, al abarcar el rango completo de servicios de transporte marítimo y relacionados. También se reconoce el que **Naviera** sea la controladora de sus principales inversiones, CCNI, Agunsa y Froward, lo que le permite determinar su política de dividendos y con ello los flujos que recibe por este concepto, pudiendo por tanto adaptar dicha política a las necesidades del momento, en particular para el pago de sus propios compromisos financieros.

Otro atributo de relevancia que apoya la clasificación de la línea de bonos corresponde al posicionamiento y solvencia de Agunsa, empresa cuyos ingresos y generación de utilidades tienen una elevada estabilidad, situación que le permite a **Naviera** contar con un flujo de dividendos de relativamente bajo riesgo a lo largo del tiempo.

En forma complementaria, también se reconoce positivamente la participación del grupo, a través 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 **Naviera** no es controladora de los puertos de Arica, Iquique y Antofagasta, sí se considera positivamente su presencia en dichas inversiones, por cuanto constituyen una fuente adicional de flujos de caja, a través de la recepción de dividendos.

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

Desde otra perspectiva, la clasificación de riesgo se encuentra restringida por la dependencia del flujo de caja de **Naviera** al reparto de dividendos de sus filiales, lo cual puede verse afectado en ciertos períodos por temas meramente contables, así como la presión que conllevan las eventuales necesidades de aumento de capital de las empresas que controla.

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

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

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

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

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

La tendencia de clasificación de los bonos se califica en “*Estable*¹”, considerando que no se evidencian elementos que pudieren afectar la capacidad de pago de la compañía en el largo plazo.

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

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

Para la mantención de la clasificación de acciones en “*Primera Clase Nivel 3*” es necesario que la presencia de los títulos accionarios no baje a niveles inferiores del 20%.

Hechos recientes

Resultados consolidados e individuales a septiembre de 2011

A septiembre de 2011 los ingresos consolidados de **Naviera** alcanzan a US\$ 1.110,4 millones², lo que representó un alza de 22% respecto de los US\$ 910,1 millones a igual mes de 2010. Esta alza se explica por el incremento de los ingresos de sus tres filiales principales, CCNI, Agunsa y Froward, cuyas ventas se expandieron en 16,6%, 30,9% y 53,5%, hasta US\$ 686,7 millones, US\$ 426,8 millones y US\$ 20,3 millones, respectivamente.

En CCNI los ingresos aumentaron a consecuencia del mayor volumen de operación (24,3% a septiembre), lo que, sin embargo, se vio contrarrestado con la caída de las tarifas por TEU, debido al debilitado escenario del mercado de transporte marítimo de contenedores. Por su parte, los costos de explotación aumentaron 37% hasta –US\$ 735,7 millones, lo que se originó en la mayor actividad del período y en el incremento del precio del combustible utilizado (que fue de US\$ 445 promedio en 2010 y al cierre de septiembre de 2011 llegaba a US\$ 657, por tonelada). Mientras, los gastos de administración crecieron 4,8% hasta US\$ 14,6 millones. Con lo anterior, el margen de explotación pasó de US\$ 71,7 millones a -US\$ 49 millones, mientras el resultado operacional lo hizo desde US\$ 37,9 millones a -US\$ 63,6 millones, el resultado del ejercicio desde US\$ 33,7 millones a –US\$ 50,9 millones, y el EBITDA desde US\$ 44,2 millones a – US\$ 63,6 millones.

¹ Corresponde a aquellos instrumentos que presentan una alta probabilidad que su clasificación no presente variaciones a futuro.

² La suma de los ingresos individuales es mayor a la consolidada, dadas las ventas entre filiales, aunque en una proporción muy pequeña.

Para Agunsa los costos de explotación crecieron un 33,1%, hasta US\$ 359,1 millones, con lo que el margen de explotación se elevó hasta US\$ 67,7 millones, creciendo así en 17,3%. Mientras, los gastos de administración subieron en 16,6% hasta US\$ 42,6 millones, derivando en que el resultado operacional creciera 18,4% hasta US\$ 25,1 millones. Finalmente, a consecuencia de la mejora operacional, la utilidad y EBITDA de Agunsa crecieron 78,8% y 13,1%, respectivamente.

Por su parte, en Froward los costos de explotación crecieron 50,3% hasta US\$ 13,4 millones, levemente por debajo del crecimiento de los ingresos, con lo cual el resultado de explotación creció 60% hasta US\$ 6,9 millones. Los gastos de administración se contrajeron levemente (4,4%), hasta US\$ 2,26 millones, lo que sumado al incremento del margen de explotación derivó en una fuerte alza de 138,4% (a US\$ 4,6 millones) del resultado operacional. La utilidad del ejercicio y el EBITDA, en tanto, aumentaron 32% y 56,3% hasta US\$ 2,5 y US\$ 7,9 millones, respectivamente.

La participación de **Naviera** en las ganancias de asociadas y negocios conjuntos (donde se incluyen las ganancias proporcionales de los puertos de Arica, Iquique y Antofagasta y la concesión del aeropuerto de Santiago, entre las más importantes) tuvo una contracción de 10,8%, llegando a US\$ 12,3 millones.

Considerando los resultados antes descritos de las filiales, en los nueve primeros meses de 2011 **Naviera** obtuvo un resultado de explotación de US\$ 25,7 millones, lo que implicó una caída de 77,4%, debido a los resultados de CCNI. Mientras, el resultado operacional, utilidad y EBITDA consolidados cayeron a -US\$ 28,2 millones, -US\$ 19,3 millones y -US\$ 19 millones, respectivamente.

Eventos recientes

El 17 de enero de 2011, la junta de accionistas de la filial CCNI acordó un aumento de capital por US\$ 100 millones, de los cuales se enteraron US\$ 20,4 millones.

El 9 de febrero de 2011, el directorio acordó la emisión de una línea de bonos desmaterializada por hasta UF 2 millones, línea que tendría un plazo no superior a 30 días y no contemplaría garantías especiales. La colocación se realizó el 19 de abril de 2011, por un total de UF 1.200.000 (la empresa renunció a la colocación del remanente de la línea), a catorce años plazo.

El 30 de marzo de 2011, el directorio de **Naviera** acordó realizar la primera colocación parcial de US\$ 7,16 millones de un aumento de capital de US\$ 10 millones aprobado el 17 de enero de 2011, dividido en 164.326.432 acciones de pago sin valor nominal y de una sola serie.

El 16 de junio de 2011, a través de un contrato de compraventa se adquirió el 15% de participación en el capital de Sociedad Iquique Terminal Internacional SA. El precio de la transacción fue de 7,5 millones de Euros (US\$ 9,9 millones).

El 26 de julio de 2011, en Junta Extraordinario de Accionistas se acordó dejar sin efecto la parte no colocada del aumento de capital acordado el 17 de enero de 2011, que correspondía a US\$ 2,84 millones. También se acordó aumentar el capital en US\$ 55 millones (por efecto del aumento del tipo de cambio, en la práctica el

aumento en dólares fue menor a esta cifra) mediante la emisión de 1.017.478.430 nuevas acciones, a través del cual el Grupo Bethia podría adquirir aproximadamente el 10% de la propiedad. Asimismo, se acordó cambiar el nombre de la empresa desde "Empresas Navieras S.A." a "Grupo de Empresas Navieras S.A." y elevar el número de directores de nueve a once.

El 17 de octubre de 2011 Empresa Portuaria Talcahuano-San Vicente informó a **Naviera** que resultó adjudicataria de la concesión del Frente de Atraque del Puerto de Talcahuano por 30 años. A tal efecto, el 9 de noviembre **Naviera** creó una filial (Talcahuano Terminal Portuario S.A.) cuyo capital es de US\$ 10 millones (habiéndose enterado US\$ 3,33 millones), tomando el control de la concesión el 6 de enero reciente. El contrato de concesión contempla una inversión por US\$ 20.728.694 para la construcción, entre otros, de un frente de atraque antisísmico.

El 5 de diciembre de 2011 se realizó una junta de accionistas de CCNI, en la cual se acordó dejar sin efecto la parte no colocada del aumento de capital aprobado el 17 de enero. Asimismo, se resolvió realizar un nuevo aumento de capital por US\$ 80 millones, en un plazo de 120 días desde la citada fecha.

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.

Categoría Primera Clase Nivel 3

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena combinación de solvencia, estabilidad de la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

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 **Naviera** y de sus filiales, lo que le ha servido como activo para hacer frente a los períodos de contracción del negocio los que, en el caso de CCNI, han sido recurrentes en el tiempo. Además, se reconoce el apoyo financiero entregado por la empresa a su filial durante el período contractivo de 2008-2009.

Mix de inversiones: El conjunto de inversiones de la compañía, aunque en forma limitada, contribuye a la diversificación de los ingresos del emisor, atenuando así los vaivenes del mercado en el que se desempeña CCNI con la mayor estabilidad presentada por las Agunsa y Froward. Asimismo, este *mix* permite la entrega a sus clientes de una oferta completa, a través de servicios de transporte marítimo, portuarios, y de distribución de productos. Si bien entre 2006 y 2010 los dividendos provenientes de Agunsa han representado cerca del 61,8% del total recibido por **Naviera**, fluctuando entre US\$ 2,6 millones y US\$ 11 millones, mientras que Froward repartió entre US\$ 0,63 millones y US\$ 0,98 millones (entre 6% y 20% de los dividendos recibidos por **Naviera**) Desde el año 2000, sólo en dos años CCNI repartió dividendos

Control de la política de dividendos: **Naviera** es controlador de CCNI, Agunsa y Froward, lo que le permite decidir cuál será el porcentaje de utilidades a repartir como dividendos por sobre el 30% del mínimo legal, pudiendo adaptar este porcentaje a sus necesidades de recursos y a los requerimientos de flujos de las mismas filiales.

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 **Naviera**, ayudando con ello a compensar, al menos en parte, la volatilidad de CCNI. Asimismo, su incursión en la concesión de los aeropuertos Punta Arenas y de Calama, así como otras inversiones, le permite un mayor flujo de caja y una mayor diversificación de éstos. La compañía además presenta una adecuada diversificación de ingresos, tanto por líneas de servicios como por clientes.

Participaciones accionarias: Las tres principales filiales de **Naviera** (Agunsa, CCNI y Froward) son todas sociedades anónimas abiertas que se transan en la Bolsa de Valores de Santiago. En caso de insuficiencia de flujos para el pago de las cuotas de los bonos, el emisor puede entregar en garantía sus inversiones para la obtención de créditos o, en el peor de los casos, recurrir a la venta de las acciones que posea en exceso; es decir, sobre el porcentaje que le permite conservar el control de la respectiva filial. Así, en el caso de Agunsa, **Naviera** posee un 69,83% de esta filial, lo que le permite vender casi un 19,83% de sus acciones para recaudar recursos y aun así seguir controlándola. A la fecha de este informe, el valor total de las participaciones accionarias de **Naviera** alcanzaba a unos US\$ 300 millones.

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

Factores de Riesgo

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

(el combustible usado es derivado del petróleo) y a los niveles de producción e intercambio de bienes y servicios.

Flujos dependientes de la política de dividendos: En sí misma, **Naviera** no es una empresa que genere flujos, sino que la generación de caja de la compañía depende de la distribución de dividendos por las utilidades generadas por las empresas filiales. Si bien la política de reparto de utilidades es controlada por el emisor, los resultados podrían verse afectados por situaciones contables. Por ejemplo, las pérdidas acumuladas que CCNI tenía al cierre de 2010 (que continúan a la fecha), producto de la crisis experimentada en 2008-2009, impidió el reparto de dividendos, pese a haber tenido en 2010 un año con ganancias.

Riesgos asociados a CCNI: Los principales riesgos de **Naviera** tienen relación con aquellos asociados a CCNI, entre los que resalta su fuerte exposición a crisis que afecten el comercio internacional, los recurrentes exceso de oferta que afectan las tarifas de la industria, y su bajo patrimonio en comparación con operadores de los países del norte. Estos riesgos se consideran relevantes, tanto por su fuerte impacto para la filial como por la importancia relativa de CCNI dentro de los ingresos del emisor. Cabe destacar que CCNI registró pérdidas en la mitad de los ocho años del lapso comprendido entre 2003 y 2010.

Riesgos asociados a Agunsa: La privatización parcial de los puertos chilenos, adjudicados por empresas que constituyen competencia directa para Agunsa, podría desfavorecer a la compañía en el mediano o largo plazo. Además, se acerca la terminación del período de concesión del Aeropuerto de Santiago, operación que si bien no es consolidada por la empresa, sí contribuye a la generación de negocios. También se debe considerar la elevada concentración por cliente de los ingresos.

Riesgos asociados a Cabo Froward: Los principales riesgos tienen relación con la alta concentración que presentan las operaciones de la empresa, tanto en términos del número de clientes como por el tipo de carga movilizada (en tonelaje de 2010 un 87% forestal), además de originarse los ingresos en sólo dos puertos.

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

Antecedentes Generales

Historia

Grupo Empresas Navieras S.A. se creó mediante Escritura Pública, con fecha 24 de junio de 1983, en la ciudad de Valparaíso, con el nombre de Euroandina de Inversiones S.A. Dado que la empresa está constituida como sociedad anónima abierta, se encuentra inscrita con el N° 0430 en el Registro de Valores de la SVS. El objeto principal de la compañía es la inversión en acciones y valores mobiliarios.

Actualmente la sociedad mantiene participación accionaria directa en las siguientes empresas: Compañía Chilena de Navegación Interoceánica S.A., Agencias Universales S.A., Portuaria Cabo Froward S.A., Antofagasta Terminal Internacional S.A., Terminal Puerto Arica S.A., Portuaria Mar Austral S.A., Iquique

Terminal Internacional S.A. 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 **Grupo Empresas Navieras S.A.** al 31 de diciembre de 2011, se presentan a continuación:

Sociedad	Nº Acciones	% de la propiedad
Inversiones Tongoy S.A.	1.446.813.294	20,94%
Sociedad de Inversiones Paine S.A.	1.446.813.293	20,94%
Axxion S.A.	757.736.743	10,97%
Celfin Capital S.A. Corredores de Bolsa	713.118.539	10,32%
Euro Inversiones S.A.	530.731.543	7,68%
Celfin Small Cap Chile Fondo de Inversión	414.934.163	6,01%
Sociedad Nacional de Valores S.A.	358.140.339	5,18%
Del Bene Inversiones S.A.	318.673.021	4,61%
A.F.P. Provida S.A. Fondo de Pensiones C	160.536.060	2,32%
A.F.P. Habitat S.A. para Fondo de Pensiones C	97.984.141	1,42%
Banchile Corredores de Bolsa S.A.	96.643.508	1,40%
Chile Fondo de Inversión Small Cap	93.398.527	1,35%
Total acciones	6.909.829.902	100%

La sociedad no tiene un controlador, sin embargo Inversiones Tongoy S.A. y Sociedad de Inversiones Paine S.A. son las dos sociedades que junto a Euro Inversiones S.A. (de propiedad de ambas en partes iguales) tradicionalmente han actuado de manera conjunta, aunque no están obligadas a hacerlo.

Directorio y ejecutivos

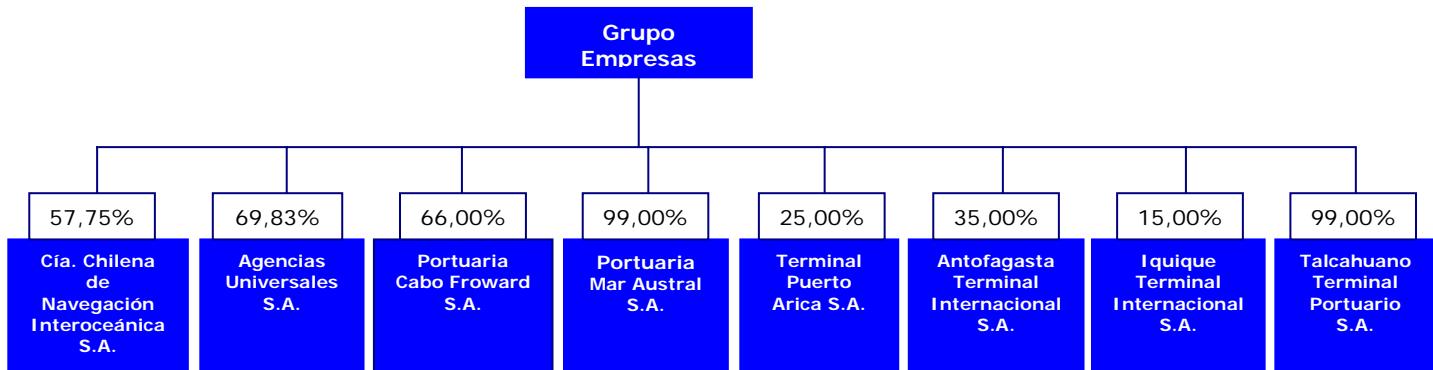
El directorio de la compañía está formado por siete miembros, identificados a continuación:

Cargo	Nombre
Presidente	Beltrán Urenda Zegers
Vicepresidente	José Manuel Urenda Salamanca
Director	Antonio Jabat Alonso
Director	Hernán Soffia Prieto
Director	Emilio Pellegrini Ripamonti
Director	Mario Valcarce Durán
Director	Francisco Gardeweg Ossa

La administración de la compañía está conformada por el Sr. Franco Montalbetti Moltedo como gerente general y el Sr. Rodrigo Faura Soletic como gerente contralor.

Estructura societaria

La siguiente es la estructura de filiales del grupo:



Filiales y coligadas

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

CCNI: Estado de Resultados Consolidado IFRS					
M US\$	2008	2009	2010	Ene-Sep 2010	Ene-Sep 2011
Ingresos totales	976.909	611.116	822.544	588.855	686.670
Costo de ventas	-991.468	-643.026	-742.229	-537.114	-735.661
Margen Bruto	-14.559	-31.910	80.315	51.741	-48.991
Gastos de administración	-17.343	-17.341	-21.210	-13.887	-14.559
Resultado operacional	-31.902	-49.251	59.259	37.968	-63.499
Costos financieros	-3.289	-2.660	-2.956	-2.515	-1.428
Utilidad (Pérdida) del Ejercicio	-30.666	-41.675	47.041	33.704	-50.910
EBITDA	-31.902	-49.251	67.341	44.158	-58.645

CCNI: Balance General Consolidado IFRS					
M US\$	31-12-08	31-12-09	31-12-10	30-09-2010	30-09-2011
Activos Corrientes	138.708	103.117	172.628	171.091	142.214
Efectivo y equivalentes	47.926	27.984	67.563	53.817	10.406
Activos No Corrientes	103.779	105.282	91.665	100.220	109.402
Total Activos	242.487	208.399	264.293	271.311	251.616
Pasivos Corrientes	151.436	137.822	132.678	149.757	159.815
Pasivos No Corrientes	46.015	46.059	33.757	38.255	26.081
Pasivos Totales	197.451	183.881	166.435	188.012	185.896
Patrimonio total	45.036	24.518	97.858	83.299	65.720
Patrimonio y Pasivos, Total	242.487	208.399	264.293	271.311	251.616
Deuda Financiera	55.164	48.476	40.248	41.578	42.770

Antecedentes generales

CCNI, con 80 años de historia, es una empresa dedicada al transporte marítimo de carga, en especial en aquellas rutas relacionadas con el comercio exterior chileno. La compañía recorre distintos trayectos, especializándose en Asia, América y El Caribe, y centrada principalmente en viajes desde y hacia

Sudamérica. Los servicios ofrecidos por la compañía los realiza a través del transporte de contenedores (casi un 80% de los ingresos), de vehículos y de carga específica.

La compañía nació en 1930, con una flota inicial integrada por "Valparaíso", "Santiago" y "Atacama". A la fecha la compañía opera con más de 20 naves, de las cuales tres son de propiedad compartida y el resto arrendadas. Una de las características de la flota de CCNI es que los plazos de arriendo son en general breves, lo que le permite aprovechar las condiciones en caso que el mercado presente una sobreoferta de naves, como en la actualidad, o reducir el número de naves en operación, para así reducir las pérdidas.

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

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

En 2009 diversos armadores entraron en la propiedad de CCNI como apoyo al cumplimiento de los contratos de la naviera (tomando acciones como carta de pago) y a la situación financiera de la industria. A la fecha, estos armadores ya vendieron su participación en la empresa. Adicionalmente, y como parte del mismo plan, **Naviera** realizó aumentos de capital y se tomaron préstamos, todo con el objeto de apoyar financieramente a esta filial.

El plan completo de fortalecimiento financiero de CCNI incluyó recursos por US\$ 105 millones. Éste abarcó el aporte de capital de US\$ 20 millones por parte de los accionistas de la compañía, más la obtención y renegociación de préstamos bancarios por otros US\$ 20 millones, de manera de no tener vencimientos por 18 meses desde la fecha de negociación. Los restantes US\$ 65 millones correspondieron al reajuste de tarifas de arriendo de naves anteriormente descrito, mediante la capitalización de la deuda por este concepto. Complementariamente, desde el punto de vista comercial la compañía ha buscado la apertura de nuevas rutas y servicios, de manera de diversificar sus ingresos de forma aún más profunda.

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

Entre los riesgos principales que afectan a la compañía se destaca la volatilidad de los resultados, principalmente, por la variabilidad del precio del petróleo, principal insumo naviero, y por la inestabilidad de la tarifas de fletes, producto de los cambios discretionales en la relación entre oferta y demanda de carga. CCNI como participante en el negocio no es ajeno a estos riesgos, lo anterior viéndose reflejado en el EBITDA negativo presentado en los tres años anteriores a 2010 y en los primeros nueve meses de 2011.

Agencias Universales S.A. (AgunaSA)

AgunaSA: Estado de Resultados Consolidado IFRS

M US\$	2008	2009	2010	Ene-Sep 2010	Ene-Sep 2011
Ingresos totales	384.388	313.146	457.128	325.956	426.805
Costo de ventas	-304.029	-246.496	-380.387	-268.251	-359.122
Margen Bruto	80.359	66.650	76.741	57.705	67.683
Gastos de administración	-49.451	-46.826	-51.475	-36.507	-42.576
Resultado operacional	30.908	19.824	25.266	21.198	25.107
Costos financieros	-7.246	-6.076	-5.978	-4.612	-5.100
Utilidad del Ejercicio	17.719	16.758	18.743	12.442	22.241
EBITDA	38.434	31.563	36.798	29.737	33.646

AgunaSA: Balance General Consolidado IFRS

M US\$	31-12-08	31-12-09	31-12-10	30-09-2010	30-09-2011
Activos Corrientes	99.163	130.768	130.867	158.537	149.479
Efectivo y equivalentes	24.153	32.203	26.414	34.193	32.748
Activos No Corrientes	190.138	197.768	211.816	206.022	229.291
Total Activos	289.301	328.536	342.683	364.559	378.770
Pasivos Corrientes	79.248	92.868	107.576	121.373	131.765
Pasivos No Corrientes	101.510	117.524	112.242	116.612	104.854
Pasivos Totales	180.758	210.392	219.818	237.985	236.619
Patrimonio total	108.543	118.093	122.865	126.574	142.151
Patrimonio y Pasivos, Total	289.301	328.536	342.683	364.559	378.770
Deuda Financiera	99.465	124.642	119.218	122.813	118.873

Antecedentes generales

La compañía tiene sus orígenes en 1960, dada la necesidad de la Compañía Chilena de Navegación Interoceánica S.A. (CCNI) de contar con una agencia naviera capaz de proporcionar servicios portuarios. En 1989 se produce la separación de CCNI y AgunSA, pasando a ser esta última una empresa independiente de la naviera. En 1992, dada la consolidación de la compañía a nivel nacional, comienza el proceso de internacionalización que la logra posicionar como una de las más importantes compañías del rubro logístico de América Latina. En la actualidad AgunSA cuenta con más de 70 sucursales alrededor del mundo y presencia en más de 20 países.

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

En relación al último punto, Agunsa participa en un 47,03% de la propiedad de SCL Terminal Aéreo de Santiago S.A., empresa concesionaria de dicho aeropuerto y responsable de su ampliación, modernización y administración, a lo que se une los aeropuertos de Punta Arenas y Calama. 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. (100,0% de la propiedad), cuyo objeto es el desarrollo del Terminal de Pasajeros del Puerto de Valparaíso, concesionado a Agunsa por la Empresa Portuaria de Valparaíso S.A.

Entre los principales riesgos a los que se encuentra sometida la compañía, se encuentra un alto nivel de endeudamiento³ -1,66 veces a septiembre de 2011- y la baja atomización de clientes, dado que los cinco principales representan alrededor del 35% de los ingresos de la compañía y CCNI representa cerca del 17%.

Negocio tradicional

El negocio naviero tradicional 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., Terminales y Servicios de Contenedores S.A. y Equipos Portuarios San Antonio S.A.

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

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

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

Terminal Aéreo de Santiago

Agunsa desde el año 1998, con el objeto de diversificar sus fuentes de ingresos, participa como accionista mayoritario del consorcio que se adjudicó la concesión del aeropuerto Arturo Merino Benítez. La concesión

³ Medido como pasivos totales sobre patrimonio total.

del terminal aéreo es por un período móvil, y consiste en la construcción y administración de las instalaciones del aeródromo Comodoro Arturo Merino Benítez.

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

Portuaria Cabo Froward S.A.

Froward: Estado de Resultados Consolidado IFRS					
M US\$	2008	2009	2010	Ene-Sep 2010	Ene-Sep 2011
Ingresos totales	22.613	17.869	20.284	13.200	20.258
Costo de ventas	-13.821	-12.005	-13.225	-8.900	-13.380
Margen Bruto	8.792	5.864	7.059	4.300	6.878
Gastos de administración	-2.956	-2.411	-4.183	-2.361	-2.256
Resultado operacional	6.182	3.802	3.532	2.314	5.273
Costos financieros	-815	-690	-782	-557	-984
Utilidad del Ejercicio	4.343	2.625	2.432	1.866	2.463
EBITDA	9.813	7.521	7.158	5.057	7.904

Froward: Balance General Consolidado IFRS					
M US\$	31-12-08	31-12-09	31-12-10	30-09-2010	30-09-2011
Activos Corrientes	6.640	5.853	13.395	10.235	7.258
Efectivo y equivalentes	323	1.535	4.687	5.675	3.049
Activos No Corrientes	70.156	83.695	103.940	87.289	90.407
Total Activos	76.796	89.548	117.335	97.524	97.665
Pasivos Corrientes	7.035	10.777	12.332	12.334	3.974
Pasivos No Corrientes	20.011	27.183	38.843	32.269	38.949
Pasivos Totales	27.046	37.960	51.175	44.603	42.923
Patrimonio total	49.750	51.588	52.765	52.921	54.742
Patrimonio y Pasivos, Total	76.796	89.548	117.335	97.524	97.665
Deuda Financiera	10.735	16.004	38.160	36.866	38.067

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 dos muelles mecánicos (Jureles y Puchoco) 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.

Naviera alcanza un 35% de la propiedad.

En 2010, bajo IFRS, los ingresos de la empresa llegaron a US\$ 36,56 millones (incremento de 27,5%), mientras que la utilidad de la empresa llegó a US\$ 7,898 millones aproximadamente, un 66% más que en 2009. Entre enero y septiembre de 2011, sus ingresos alcanzaron US\$ 32,38 millones, mientras que la ganancia se expandió en 12,9% hasta US\$ 5,94 millones.

Terminal Puerto Arica S.A. (TPA)

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

En 2010, bajo IFRS, los ingresos de explotación aumentaron 15,3% hasta US\$ 26 millones, y la ganancia de la empresa llegó a US\$ 4,712 millones aproximadamente, un 2,3% menos que en 2009. En los nueve primeros meses de 2011, sus ingresos fueron de US\$ 26,38 millones, a su vez que la ganancia creció a US\$ 4,38 millones.

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.

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

En el período enero-septiembre de 2011 ITI logró ingresos por US\$ 21,56 millones y una ganancia de US\$ 4,74 millones.

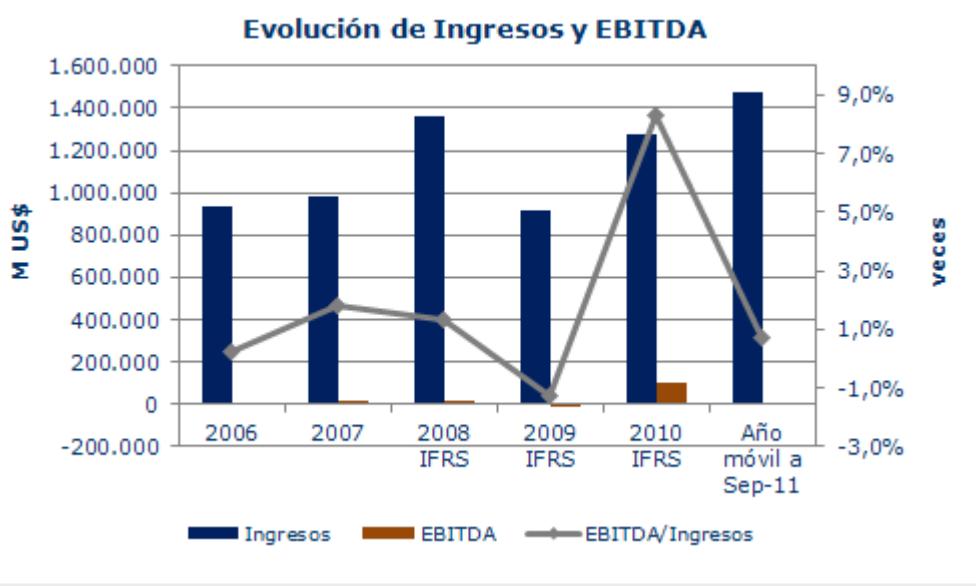
Terminal Portuaria Mar Austral S.A.

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

Análisis Financiero de Naviera

Evolución de los ingresos y EBITDA⁴

Desde 2003 y hasta 2008 la empresa mostró un crecimiento sostenido de sus ingresos de explotación consolidados, salvo en 2007, cuando presentó una pequeña contracción de 1,8%, mientras que durante 2008 los ingresos crecieron cerca del 30% respecto al 2007. Los efectos de la crisis financiera y la desaceleración de las economías alrededor del mundo, de la mano de un decrecimiento del comercio internacional, golpearon fuertemente las cifras de **Naviera** en 2009, experimentando una recuperación en 2010, principalmente por los resultados de CCNI. En 2011 los ingresos consolidados continuaron creciendo.



El EBITDA sobre ingresos ha sido bastante volátil en los últimos cinco años, fluctuando entre tasas de cerca de -1,5% hasta 9%, asociadas al ciclo experimentado por el transporte marítimo de contenedores, situación muy propia de la industria naviera. Entre 2006 y 2008 este *ratio* se mantuvo en valores de entre -1% y 2%,

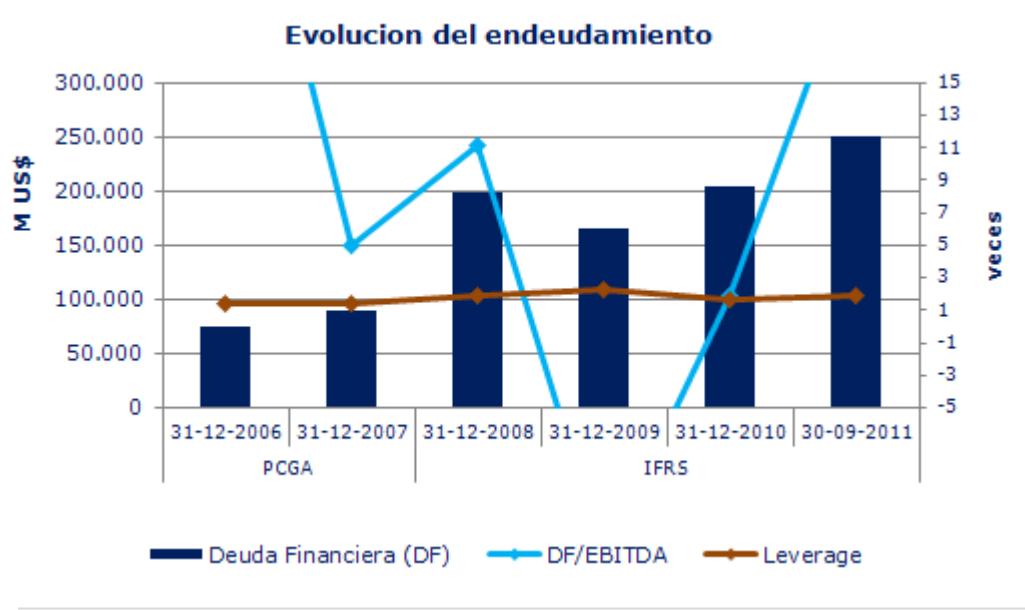
⁴ Para los años en que la contabilidad de la empresa se llevaba en pesos, las cifras de flujos en pesos (ingresos, EBITDA) bajo norma contable chilena han sido convertidos a dólares utilizando el dólar promedio de cada año, y las de stocks (deuda financiera), al dólar de cierre.

mientras que en 2010 llegó a 8,3% producto de los buenos resultados de todas las filiales; en el año móvil terminado en septiembre de 2011 los resultados –y el EBITDA– se vieron impactados por las pérdidas experimentadas por CCNI, a pesar del mejor rendimiento del resto de las filiales.

Evolución del endeudamiento y la liquidez

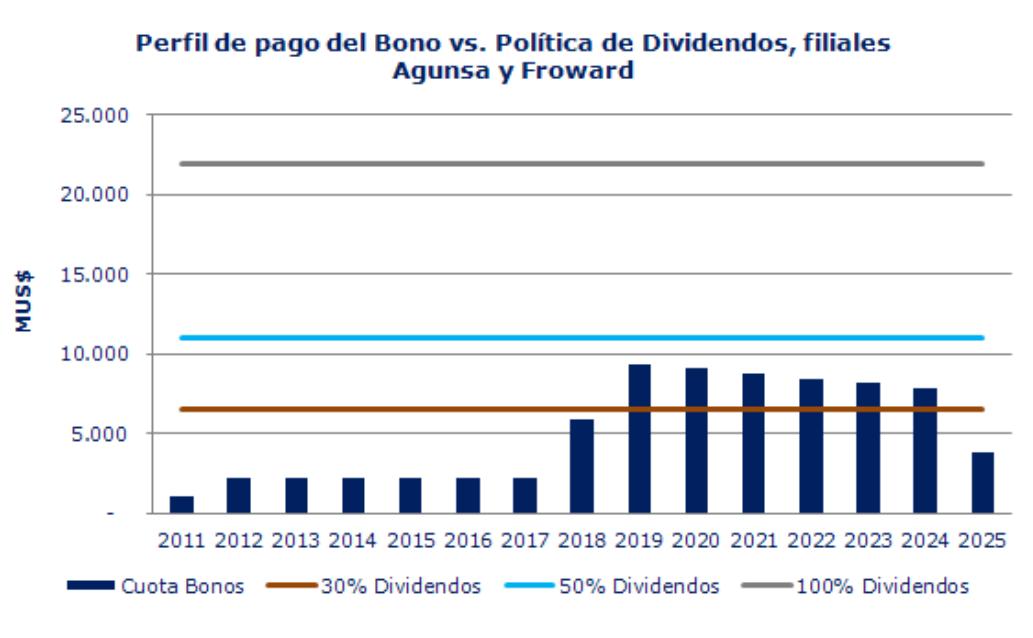
Al 30 de septiembre de 2011 los pasivos financieros consolidados de **Naviera** alcanzaban a US\$ 250,8 millones. De éstos, un 55,9% correspondía a obligaciones con bancos, un 23,5% a arrendamientos financieros (US\$ 58,9 millones), un 20,3% a los bonos emitidos en 2011 (US\$ 50,9 millones) y un 0,3% a derivados. La porción corriente de la deuda financiera alcanzaba a un 24,6% del total. Por acreedor, un 20,3% estaba en la matriz, un 47,4% en Agunsa, un 17,1% en CCNI y un 15,2% en Froward.

En términos de pasivo exigible sobre patrimonio, en los años 2008-2009 **Naviera** experimentó un deterioro de este indicador, principalmente por la disminución del patrimonio consolidado a causa de las pérdidas de CCNI y por el mayor endeudamiento que debió adquirir para sortear tal período contractivo. Al ser positivos los resultados de 2010, ese año esta relación de endeudamiento mejoró, bajando desde el máximo de 2,33 veces en diciembre de 2009 hasta 1,69 veces a diciembre de 2010. Si bien CCNI ha tenido pérdidas que han deteriorado el patrimonio consolidado de Naviera, los mejores resultados de Agunsa y Froward, más los aumentos de capital realizados en CCNI y Naviera, han compensado la disminución patrimonial.

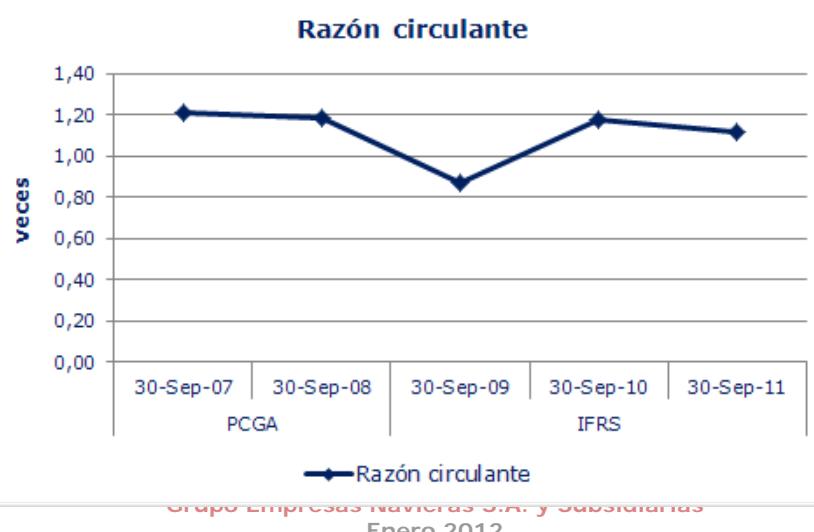


En el gráfico a continuación puede observarse el perfil de vencimientos del bono de **Naviera** (única deuda financiera presente en la matriz a la fecha), comparado con distintos escenarios de reparto de dividendos. En primer lugar, se considera la utilidad sólo de las empresas filiales, por cuanto el emisor controla sus políticas de dividendos, dejando fuera a CCNI de todo escenario puesto que sus resultados son altamente variables.

Usando la utilidad del año móvil terminado en septiembre de 2011, puede verse que se necesita un reparto de cerca de un 43% de la utilidad de Agunsa y Froward para pagar el máximo vencimiento anual del bono, lo que constituye un escenario conservador por cuanto no incorpora los dividendos repartidos por las empresas asociadas (puertos), que en general reparten dividendos todos los años.

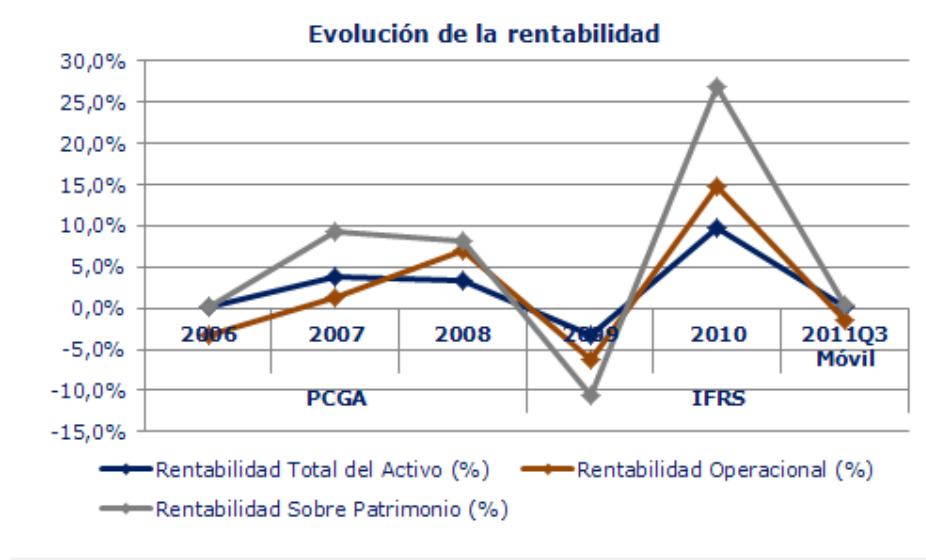


La liquidez de **Naviera**, medida a través de la razón circulante (activos circulantes o corrientes sobre pasivos circulantes o corrientes), presentó hasta 2008 indicadores adecuados, por sobre el valor uno. Sin embargo, a partir de diciembre de 2008 la sociedad experimentó un deterioro en este *ratio* (aunque no muy drástico, desde razones en torno a 1,2 veces a 0,9 veces), como consecuencia de la menor actividad que sufrió la industria de transporte marítimo de contenedores, y que se tradujo en un menor nivel de cuentas por cobrar y de caja y equivalentes y simultáneamente la adquisición de un mayor endeudamiento para hacer frente a tal crisis. A nivel individual, la liquidez de Agunsa ha sido siempre mayor a una vez, mientras que la de CCNI ha sido variable, dependiendo también de sus resultados (que pueden consumir efectivo y equivalentes).



Evolución de la rentabilidad⁵

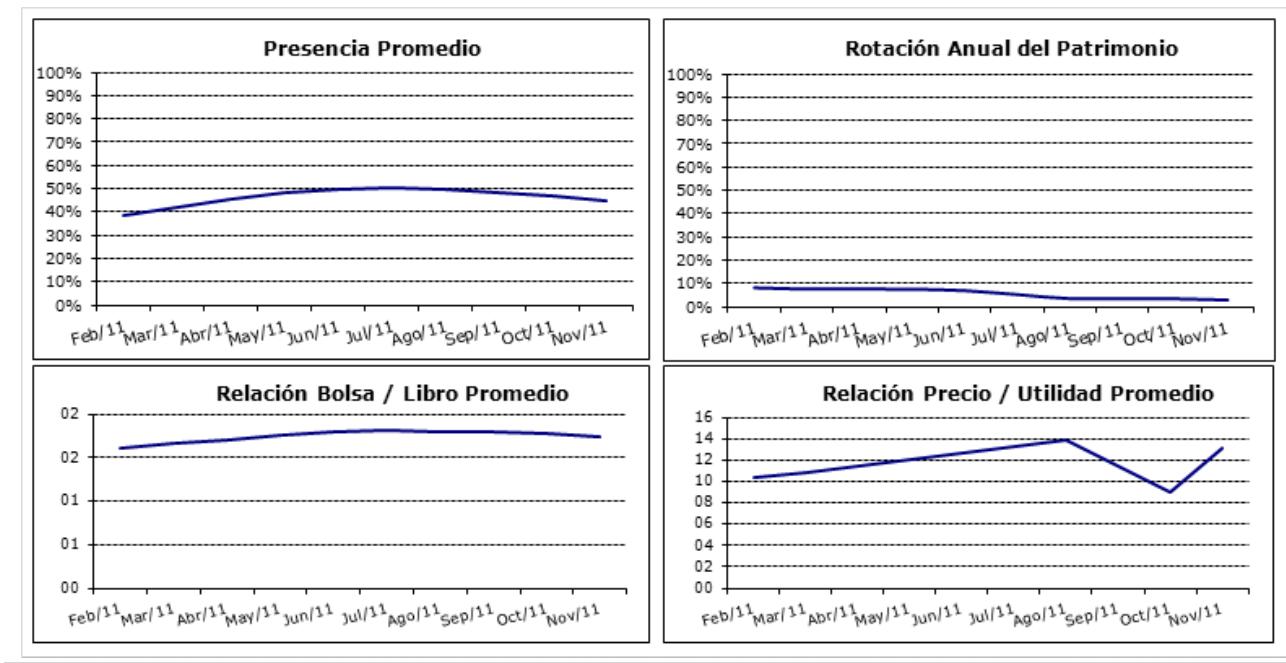
La rentabilidad de la empresa está muy influenciada por los resultados obtenidos por la filial CCNI, la que constituye la segunda mayor proporción del patrimonio consolidado de **Naviera** (después de Agunsa). Como consecuencia, la rentabilidad de activos y del patrimonio ha sido muy volátil en los últimos años, a causa de los vaivenes del mercado de transporte marítimo de contenedores, como por ejemplo la crisis vivida en el período 2008-2009 y que llevó al emisor a experimentar fuertes pérdidas, y la de 2011. Sin embargo, la empresa también ha vivido períodos de alta rentabilidad, como el bienio 2004-2005 (14,3% y 19,1%, respectivamente), y en 2010, cuando la empresa tuvo una rentabilidad del patrimonio récord de 31%.



⁵ Rentabilidad total del activo = utilidad (pérdida) / activos promedio neto de activos en construcción; rentabilidad sobre patrimonio = utilidad (pérdida) / patrimonio promedio. La rentabilidad a septiembre de 2010 ha sido anualizada para hacer comparables los valores.

Acciones

A continuación se presenta el comportamiento de las acciones de la compañía a noviembre de 2011, en términos de presencia promedio (días en que los montos tranzados superaron las UF 200) y rotación anual del patrimonio bursátil (montos tranzados sobre patrimonio bursátil). Además, se presenta la evolución de las razones precio-utilidad (razón entre el precio de cierre y la utilidad de la acción en doce meses) y bolsa-libro (precio de cierre dividido por el valor contable de la compañía). La presencia promedio de la acción de **Naviera** entre diciembre de 2010 y noviembre de 2011 llegó a 44,9%.



Línea de bonos

Las siguientes son las características de la línea de bonos en proceso de inscripción por **Naviera**, de acuerdo al Contrato de Emisión de Bonos por Línea de Títulos del 25 de febrero de 2011 y escritura complementaria:

Características de la línea de bonos inscrita	
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 máximo Primera Emisión, serie A	UF 1.200.000
Número de Bonos	1.200
Tasa de Interés	4,2%
Vencimiento	16-02-2025

Las emisiones deberán cumplir los siguientes *covenants* financieros:

Covenants financieros		
Resguardo	Líneas de bonos	AI 30-09-2011
Endeudamiento individual Naviera	0,6 veces	0,15 veces
Endeudamiento financiero neto individual CCNI	2,25 veces	0,49 veces
Endeudamiento financiero neto individual Agunsa	1,5 veces	0,48 veces
Endeudamiento financiero neto individual Froward	1,35 veces	0,64 veces
Patrimonio mínimo	US\$ 175 millones	US\$ 261,38 millones
Cobertura individual de servicio de deuda	No inferior a 2 veces	13,87 veces

Los resguardos y prohibiciones establecidos en los contratos de los bonos son:

Resguardos y prohibiciones	
Inversiones Tongoy S.A.	Los actuales accionistas de esta sociedad deberán conservar su control, o de lo contrario se podrán pagar anticipadamente los bonos. Lo mismo sucederá si en cualquier momento poseen menos del 25,55% de Naviera .
Inversiones Paine S.A.	Los actuales accionistas de esta sociedad deberán conservar su control, o de lo contrario se podrán pagar anticipadamente los bonos. Lo mismo sucederá si en cualquier momento poseen menos del 25,55% de Naviera .
Activos esenciales	50,1% de Agunsa; 50,1% de CCNI; 50,1% de Froward; 20% de TPA; 25% de ATI.
Prohibición de Gravámenes y Enajenaciones sobre:	219.359.648 acciones de CCNI (51% de su capital actual). 428.403.443 acciones de Agunsa (51% de su capital actual). 56.732.332 acciones de Froward (51% de su capital actual). 2.500 acciones de Antofagasta Terminal Internacional (25% de su capital actual).
Cuenta de reserva de servicio de la deuda	Mantener a nombre del Representante de los Tenedores de Bonos con un saldo equivalente al de la siguiente cuota a pagar del bono.

Anexo: Tabla de desarrollo de bono (Unidades de fomento)

Fecha de Pago	Nº Cuota		Intereses	Amortización	Valor cuota	Saldo Insoluto
	Intereses	Amortización				
16-08-2011	1	-	20,784	0	20,784	1.000,0000
16-02-2012	2	-	20,784	0	20,784	1.000,0000
16-08-2012	3	-	20,784	0	20,784	1.000,0000
16-02-2013	4	-	20,784	0	20,784	1.000,0000
16-08-2013	5	-	20,784	0	20,784	1.000,0000
16-02-2014	6	-	20,784	0	20,784	1.000,0000
16-08-2014	7	-	20,784	0	20,784	1.000,0000
16-02-2015	8	-	20,784	0	20,784	1.000,0000
16-08-2015	9	-	20,784	0	20,784	1.000,0000
16-02-2016	10	-	20,784	0	20,784	1.000,0000
16-08-2016	11	-	20,784	0	20,784	1.000,0000
16-02-2017	12	-	20,784	0	20,784	1.000,0000
16-08-2017	13	-	20,784	0	20,784	1.000,0000
16-02-2018	14	-	20,784	0	20,784	1.000,0000
16-08-2018	15	1	20,7840	71,4286	92,2126	928,5714
16-02-2019	16	2	19,2994	71,4286	90,7280	857,1429
16-08-2019	17	3	17,8149	71,4286	89,2434	785,7143
16-02-2020	18	4	16,3303	71,4286	87,7589	714,2857
16-08-2020	19	5	14,8457	71,4286	86,2743	642,8571
16-02-2021	20	6	13,3612	71,4286	84,7897	571,4286
16-08-2021	21	7	11,8766	71,4286	83,3051	500,0000
16-02-2022	22	8	10,3920	71,4286	81,8206	428,5714
16-08-2022	23	9	8,9074	71,4286	80,3360	357,1429
16-02-2023	24	10	7,4229	71,4286	78,8514	285,7143
16-08-2023	25	11	5,9383	71,4286	77,3669	214,2857
16-02-2024	26	12	4,4537	71,4286	75,8823	142,8571
16-08-2024	27	13	2,9691	71,4286	74,3977	71,4286
16-02-2025	28	14	1,4846	71,4286	72,9131	0,0000

"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"