



Nueva Emisión

Analista

Carlos Ebensperger H.

Tel. (56-2) 433 5219

carlos.ebensperger@humphreys.cl

Empresas Navieras S.A. y Filiales

Marzo 2011

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°
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
Línea de Bonos	Categoría BBB+
Tendencia	Estable
<i>Otros Instrumentos:</i>	
Acciones	Primera Clase Nivel 3
Tendencia	Estable
EEFF base	Diciembre de 2010

Estado de Resultados Consolidado IFRS			
M US\$	2008	2009	2010
Ingresos totales	1.359.453	917.194	1.273.860
Costo de ventas	-1.285.395	-876.453	-1.109.953
Margen Bruto	74.058	40.741	163.907
Gastos de administración	-71.345	-67.600	-79.183
Resultado operacional	3.059	-26.510	85.535
Costos financieros	-11.351	-9.516	-10.068
Utilidad del Ejercicio	-6.888	-20.082	69.402
EBITDA	17.939	-11.570	105.655

Balance General Consolidado IFRS			
M US\$	31-Dic-08	31-Dic-09	31-Dic-10
Activos Corrientes	236.486	226.671	294.632
Disponible	370.243	395.356	404.717
Activos No Corrientes	370.243	395.356	404.717
Total Activos	606.729	622.027	699.349
Pasivos Corrientes	229.630	244.545	249.771
Pasivos No Corrientes	167.526	190.750	189.868
Pasivos Totales	397.156	435.295	439.639
Patrimonio total	209.573	186.732	259.710
Patrimonio y Pasivos, Total	606.729	622.027	699.349
Deuda Financiera	199.122	165.364	204.628

Estado de Resultados Consolidado PCGA

M\$ Dic. 2010	2004	2005	2006	2007	2008
Ingresos Ordinarios	473.962.356	498.561.908	576.410.226	566.301.537	842.326.531
Costo de Ventas	-422.008.788	-436.169.462	-550.295.924	-529.175.378	-780.819.418
Gastos de Administración	-25.082.449	-29.085.049	-33.486.866	-34.143.903	-41.912.271
Resultado operacional	26.871.120	33.307.398	-7.372.564	2.982.256	19.594.842
Resultado no operacional	-698.363	7.020.320	9.107.418	15.839.857	4.345.958
Gastos financieros	-3.047.213	-3.328.542	-4.617.343	-5.813.759	-6.947.560
Ganancia (Pérdida)	15.328.341	23.867.361	220.639	10.974.167	11.509.305
EBITDA	40.607.384	40.057.648	1.280.346	10.195.900	30.890.920

Balance General Consolidado PCGA

M\$ Dic. 2010	31-Dic-04	31-Dic-05	31-Dic-06	31-Dic-07	31-Dic-08
Activos Corrientes	117.720.884	122.214.121	119.671.513	129.923.112	152.510.084
Activos No Corrientes	76.062.098	93.298.901	111.033.560	111.058.857	126.097.736
Total Activos	34.918.065	37.032.881	49.542.999	47.361.153	73.302.402
Pasivos Circulantes	228.701.047	252.545.903	280.248.072	288.343.122	351.910.223
Pasivos No Corrientes	77.127.350	78.419.100	102.106.863	107.617.194	132.307.313
Total Pasivos	44.502.486	49.343.056	59.596.679	61.979.523	78.104.733
Participación Minoritaria	35.565.432	40.010.225	37.470.950	36.964.339	45.266.619
Patrimonio Neto	71.505.779	84.773.522	81.073.580	81.782.066	96.231.559
Total Patrimonio y Pasivos	228.701.047	252.545.903	280.248.072	288.343.122	351.910.223
Deuda Financiera	31.169.118	30.967.739	46.529.036	47.901.069	63.498.370

Fundamento de la Clasificación

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. ("Aguna", agenciamiento naviero y participación en concesión de aeropuertos) y Portuaria Cabo Froward S.A. ("Froward", administración de puertos). Además participa directamente en las sociedades Antofagasta Terminal Internacional S.A. y Terminal Puerto Arica 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).

En 2010, **Naviera** generó ingresos consolidados por US\$ 1.274 millones y un EBITDA de US\$ 106 millones. Al 31 de diciembre de 2010 la deuda financiera consolidada alcanzaba a casi US\$ 205 millones, con un patrimonio total de US\$ 260 millones.

Por su parte, durante 2010, sus principales filiales, CCNI, Agunsa y Cabo Froward tuvieron ingresos por US\$ 822,5 millones, US\$ 457,1 millones y US\$ 20,3 millones, respectivamente. La deuda financiera consolidada a septiembre, que ascendía a US\$ 205 millones, correspondía en 58,3% a obligaciones de Agunsa, en 19,7% a CCNI, en 18,6% a Cabo Froward y el 3,4% restante a la matriz.

En los últimos cinco años el emisor ha percibido en promedio por concepto de dividendos de filiales US\$ 10,5 millones, de los cuales aproximadamente el 61% provino de Agunsa.

La clasificación de riesgo de los bonos de **Naviera** se enmarca dentro de un proyecto de compra de naves por parte de la filial CCNI, que involucra una inversión de MMUS\$ 240, los cuales serían financiando con deuda y aumentos de capital. En relación a este último punto, el monto estará en el rango de US\$70-80 millones, de los cuales aproximadamente la mitad deberá ser aportado por **Naviera** (considerando su porcentaje de propiedad en CCNI), el que sería financiado total o parcialmente mediante una emisión de bonos. Este plan permitirá a la subsidiaria aumentar la proporción de flota propia y disminuir su dependencia a los precios de flete de contenedores, cambiando arriendos financieros por una mezcla de capital y deuda financiera.

La clasificación de riesgo asignada a la emisión de bonos con cargo a la línea de bonos de la compañía en “*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. Complementariamente se reconoce el control que la empresa ejerce sobre CCNI, Agunsa y Froward, lo que le permite determinar su política de dividendos y con ello los flujos que recibe por este concepto.

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.

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 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, Cabo Froward y Mar Austral.

En particular, se debe tener en cuenta la volatilidad de los flujos de las empresas de transportes de contenedores como CCNI, lo que puede impactar fuertemente los resultados de **Naviera** en años de contracción de este mercado, 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 significa 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 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 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. Por otra parte, también se considera que, independientemente de la participación de mercado en sus rutas relevantes, que la empresa debe competir con operadores de un tamaño significativamente superior y con mayor acceso a las fuentes de financiamientos.

La tendencia de clasificación de los bonos se califica en "*Estable*¹", considerando que no se evidencian elementos que pudieran 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 volatilidad de 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. Cabe destacar que la clasificación asignada a los bonos de **Naviera** considera la emisión de 1,2 millones de unidades de fomento, y no el total de la línea.

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

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

Hechos recientes

Resultados consolidados e individuales de 2010

En 2010 los ingresos consolidados de **Naviera** alcanzaron a US\$ 1.273,9 millones², lo que representó un alza de 38,9% respecto de los US\$ 917 millones de 2009. Esta alza se explica por el incremento de los ingresos de sus tres filiales principales, CCNI, Agunsa y Froward, cuyas ventas se expandieron en 34,6%, 46% y 13,5%, hasta US\$ 823 millones, US\$ 457 millones y US\$ 20 millones, respectivamente.

Para CCNI, la explicación a esta alza se origina en la mejora de las tarifas de transporte de contenedores y en el mayor volumen de actividad del período en comparación a 2009, cuando el mercado mundial de transporte marítimo de contenedores sufrió una fuerte contracción. En el caso de Agunsa, la expansión se debe a mayores ventas tanto de combustible para naves, como de agenciamiento naviero y a los mayores ingresos por venta y arriendo de contenedores. Mientras, Froward expandió sus ingresos al incrementarse en un 14% el tonelaje transferido a través de sus puertos.

El costo de explotación consolidado alcanzó a US\$ 1.110 millones, creciendo 26,6% respecto de 2009, principalmente como consecuencia del nivel de actividad más elevado durante el período. En el caso de CCNI, los costos directos se expandieron sólo en 15,4% (hasta US\$ 742 millones), en parte por el reconocimiento de menores arriendos de naves por el acuerdo alcanzado en 2009 con los armadores dueños de ellas, como parte del plan de fortalecimiento financiero llevado a cabo para enfrentar la crisis mundial de las navieras. Por su parte, los costos de explotación de Agunsa alcanzaron a US\$ 380 millones, con un alza de 54% que en buena proporción se origina en el menor margen que tiene los combustibles vendidos, que incrementaron su participación en el *mix* de ingresos. Finalmente, los costos de Froward llegaron a US\$ 13 millones, un 10% más que en 2009.

Los gastos de administración y ventas totales llegaron a US\$ 79,2 millones, elevándose así un 17,1% respecto de 2009, también producto de la mayor actividad del año. Considerando los movimientos antes descritos, el resultado operacional consolidado revirtió la pérdida obtenida en 2009, pasando desde los -US\$ 26,5 millones a US\$ 85,5 millones. La pérdida de 2009 tuvo su origen en el resultado individual de CCNI, que alcanzó un resultado operacional de -US\$ 49,2 millones, no así Agunsa y Froward, que ese año tuvieron beneficios operacionales de US\$ 19,8

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

millones y US\$ 3,8 millones, respectivamente. Mientras, en 2010, los resultados operacionales de CCNI, Agunsa y Foward llegaron a US\$ 59,3 millones, US\$ 25,3 millones y US\$ 3,5 millones, respectivamente.

El resultado del ejercicio consolidado de 2010 correspondió a una ganancia por US\$ 69,4 millones, también revirtiendo la pérdida de US\$ 22,3 millones de 2009. CCNI alcanzó una ganancia del ejercicio por US\$ 47 millones, Agunsa por US\$ 18,7 millones y Foward por US\$ 2,4 millones (en 2009 los resultados finales fueron de -US\$ 41,7 millones, US\$ 16,8 millones y US\$ 2,6 millones, respectivamente).

Eventos recientes

El 29 de enero de 2010 culminó el plan de fortalecimiento financiero de la filial CCNI³, que en sus inicios incluyó la entrada de los armadores dueños de las naves arrendadas por la empresa, en la propiedad de la filial, con un 17,5% del total accionario. Tales armadores abandonaron la propiedad durante 2010.

El 24 de marzo de 2010, Subsidiaria Consorcio Aeroportuario de Magallanes S.A., filial de Agunsa, tomó posesión de la concesión del aeropuerto Presidente Carlos Ibáñez del Campo, en Punta Arenas, en los que por contrato deberá invertir UF 314 mil.

El 17 de enero de 2011, **Naviera** informó que, en Junta Extraordinaria, sus accionistas aprobaron un aumento de capital por US\$ 10 millones. Este incremento tiene por objeto mejorar la disponibilidad de recursos de la empresa ante la obligación legal de reparto mínimo de utilidades, las que en 2010 se vieron aumentadas por las utilidades provenientes de CCNI, filial que por presentar pérdidas acumuladas (al 31 de diciembre llegaban a -US\$ 17,6 millones) no podrá repartir dividendos a su matriz, aunque ésta sí debe incrementar los dividendos a repartir por ello.

Ese mismo día los accionistas de CCNI acordaron aumentar el capital de la empresa en US\$ 100 millones, mediante la colocación de acciones, y cuyo objetivo será la adquisición de una nave para transporte de automóviles y una o varias portacontenedores, de manera de disminuir los riesgos inherentes al arriendo de naves y hacer más estables los costos de la compañía por este hecho. Dependiendo del monto final aprobado, **Naviera** probablemente deba concurrir al aumento de capital con una cifra que fluctúa entre US\$ 35 millones y US\$ 40 millones.

³ Ver sección sobre CCNI para mayor detalle.

El 28 de enero de 2011 **Naviera** comunicó la venta de un 10% de la participación accionaria que mantenía en su filial CCNI, por un total de US\$ 19,41 millones, con lo que la proporción de la propiedad que mantiene en esa empresa llega en la actualidad a poco más del 52%. Los recursos se utilizarán para la suscripción de la parte del aumento de capital de CCNI que le corresponde a **Naviera** y probablemente de la parte que otros accionistas no suscriban.

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 **Empresas Navieras S.A.** y de sus filiales, 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 los vaivenes del mercado en 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 en los últimos cinco años los dividendos provenientes de Agunsa han representado cerca del 61% del total, fluctuando entre US\$ 3,9 millones y US\$ 9,8 millones, en algunos años CCNI hizo aportes

por US\$ 7,9 millones y Cabo Froward ha mostrado una elevada estabilidad (en torno a US\$ 1 millón anual promedio en los últimos cinco años).

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 de Santiago y Punta Arenas, y a contar del año 2011 de Calama, así como otras inversiones, le permite un mayor flujo de caja y una mayor diversificación. 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 aquellas acciones que posee "en exceso" 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 cerca de 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

Empresa dependiente 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). 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 tiene a la fecha de clasificación, producto de la crisis experimentada en 2008-2009, impide el reparto de utilidades, pese a tener un año 2010 con utilidades.

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 obtuvo 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 (principalmente forestal), además de originarse los ingresos sólo en 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

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 S.V.S. 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. y Portuaria Mar Austral 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 Empresas Navieras S.A.

Accionistas

Los principales accionistas de **Empresas Navieras S.A.** al 31 de diciembre de 2010, se presentan a continuación:

Sociedad	% de la propiedad
Inversiones Tongoy S.A.	24,55%
Sociedad de Inversiones Paine S.A.	24,55%
Euro Inversiones S.A.	9,01%
Celfin Capital S.A. Corredores de Bolsa	8,18%
Sociedad Nacional de Valores S.A.	5,92%
Del Bene Inversiones S.A.	5,56%
Celfin Small Cap Chile Fondo de Inversión	5,09%
A.F.P. Provida S.A. Fondo de Pensiones	2,8%
A.F.P. Habitat S.A. para Fondo de Pensiones	1,76%
Chile Fondo de Inversión Small Cap	1,62%
Santander S.A. Corredores de Bolsa	1,46%
Banchile Corredores de Bolsa S.A.	1,27%

Directorio y ejecutivos

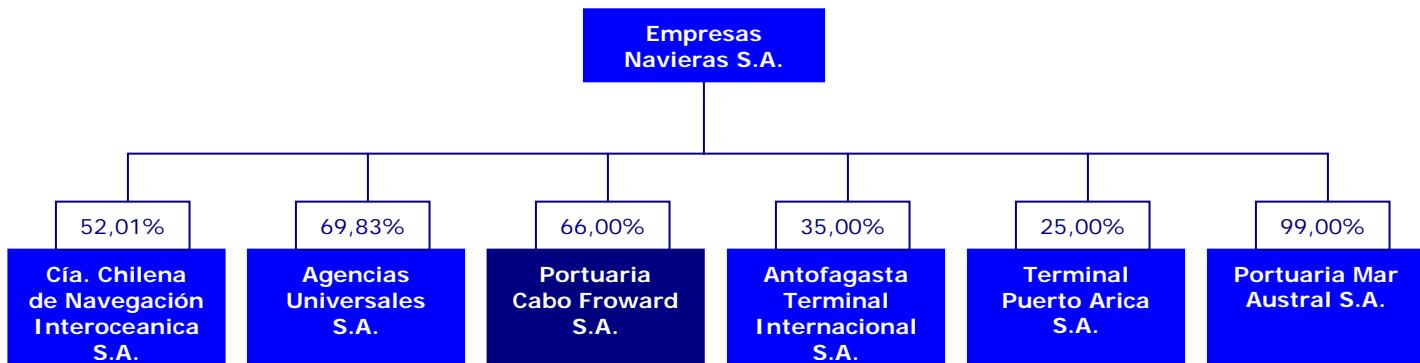
El directorio de la compañía está formado por siete miembros, identificados a continuación:

Cargo	Nombre
Presidente	Beltrán Urenda Zegers
Vicepresidente	José Manuel Urenda Salamanca
Director	Claudio Del Bene Casco
Director	Hernán Soffia Prieto
Director	Juan Fernando Waidele Cortés
Director	Francisco Gardeweg Ossa
Director	Antonio Jabat Alonso

La administración de la compañía está conformada por el Sr. Franco Montalbetti Moltedo, Gerente General y el Sr. Rodrigo Faura Soletic, Gerente Contralor.

Filiales y coligadas

La siguiente es la estructura de filiales del grupo⁴:



⁴ La participación actual de Naviera en CCNI es de 52,01%.

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

CCNI : Estado de Resultados Consolidado IFRS			
M US\$	2008	2009	2010
Ingresos totales	976.909	611.116	822.544
Costo de ventas	-991.468	-643.026	-742.229
Margen Bruto	-14.559	-31.910	80.315
Gastos de administración	-17.343	-17.341	-21.210
Resultado operacional	-31.902	-49.251	59.259
Costos financieros	-3.289	-2.660	-2.956
Utilidad del Ejercicio	-30.666	-41.675	47.041
EBITDA	-31.902	-49.251	67.341

CCNI: Balance General Consolidado IFRS			
M US\$	31-Dic-08	31-Dic-09	31-Dic-10
Activos Corrientes	138.708	103.117	172.628
Efectivo y equivalentes	47.926	27.984	67.563
Activos No Corrientes	103.779	105.282	91.665
Total Activos	242.487	208.399	264.293
Pasivos Corrientes	151.436	137.822	132.678
Pasivos No Corrientes	46.015	46.059	33.757
Pasivos Totales	197.451	183.881	166.435
Patrimonio total	45.036	24.518	97.858
Patrimonio y Pasivos, Total	242.487	208.399	264.293
Deuda Financiera	55.164	48.476	40.248

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, de vehículos y de carga específica.

La compañía nace en el año 1930, con una flota inicial integrada por "Valparaíso", "Santiago" y "Atacama", a la fecha la compañía opera con 37 naves, de las cuales tres son de propiedad compartida y el resto arrendadas.

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. 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 nuevos servicios, de manera de diversificar sus ingresos de forma aun más profunda.

Desde otro punto de vista es importante señalar que CCNI, que pertenece al grupo **Naviera**, 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 las 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 EBITA negativo presentado en los tres años anteriores a 2010.

A diciembre de 2010 CCNI contaba con un patrimonio por US\$ 97,9 millones, activos totales por US\$ 264,2 millones y una deuda financiera de US\$ 40,2 millones.

Agencias Universales S.A. (Agunsa)

Agunsa: Estado de Resultados Consolidado IFRS			
M US\$	2008	2009	2010
Ingresos totales	384.388	313.146	457.128
Costo de ventas	-304.029	-246.496	-380.387
Margen Bruto	80.359	66.650	76.741
Gastos de administración	-49.451	-46.826	-51.475
Resultado operacional	30.908	19.824	25.266
Costos financieros	-7.246	-6.076	-5.978
Utilidad del Ejercicio	17.719	16.758	18.743
EBITDA	38.434	31.563	36.798

Agunsa: Balance General Consolidado IFRS			
M US\$	31-Dic-08	31-Dic-09	31-Dic-10
Activos Corrientes	99.163	130.768	130.867
Efectivo y equivalentes	24.153	32.203	26.414
Activos No Corrientes	190.138	197.768	211.816
Total Activos	289.301	328.536	342.683
Pasivos Corrientes	79.248	92.868	107.576
Pasivos No Corrientes	101.510	117.524	112.242
Pasivos Totales	180.758	210.392	219.818
Patrimonio total	108.543	118.093	122.865
Patrimonio y Pasivos, Total	289.301	328.536	342.683
Deuda Financiera	99.465	124.642	119.218

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. El año 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 posicionarla como una de las más importantes compañías del rubro logístico de América latina. En la actualidad AGUNSA cuenta con más de 70 sucursales alrededor del mundo y presencia en más de 20 países.

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

En relación al último punto, Agunsa participa en 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 el alto nivel de endeudamiento⁵ -1,79 veces a diciembre de 2010- y la baja atomización de clientes, dado que los cinco principales representan cerca del 35% de los ingresos de la compañía y CCNI representa el 17%.

La compañía a diciembre de 2010 poseía un patrimonio de US\$122,9 millones, activos por US\$342,7 millones y deuda financiera por aproximadamente US\$ 119 millones.

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,

⁵ Medido como Pasivos totales sobre Patrimonio total.

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 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 grado, presentan correlación con el flujo de pasajeros.

Portuaria Cabo Froward S.A.

Froward: Estado de Resultados Consolidado IFRS			
M US\$	2008	2009	2010
Ingresos totales	22.613	17.869	20.284
Costo de ventas	-13.821	-12.005	-13.225
Margen Bruto	8.792	5.864	7.059
Gastos de administración	-2.956	-2.411	-4.183
Resultado operacional	6.182	3.802	3.532
Costos financieros	-815	-690	-782
Utilidad del Ejercicio	4.343	2.625	2.432
EBITDA	9.813	7.521	7.158

Froward: Balance General Consolidado IFRS			
M US\$	31-Dic-08	31-Dic-09	31-Dic-10
Activos Corrientes	6.640	5.853	13.395
Disponible	323	1.535	4.687
Activos No Corrientes	70.156	83.695	103.940
Total Activos	76.796	89.548	117.335
Pasivos Corrientes	7.035	10.777	12.332
Pasivos No Corrientes	20.011	27.183	38.843
Pasivos Totales	27.046	37.960	51.175
Patrimonio total	49.750	51.588	52.765
Patrimonio y Pasivos, Total	76.796	89.548	117.335
Deuda Financiera	10.735	16.004	38.160

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 Décima 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 Séptima a la Undécima Región, zonas en que se concentra la mayor actividad forestal, pesquera y agroindustrial del país.

Antofagasta Terminal Internacional S.A. (ATI)⁶

Es la sociedad concesionaria encargada de la explotación del terminal portuario de la ciudad de Antofagasta. Agunsa posee un 35% de la propiedad.

Norma contable chilena: Durante 2009, la empresa obtuvo ingresos por US\$ 28,7 millones, una caída de 9,6% por la menor actividad portuaria. El resultado de explotación llegó a US\$ 7,6 millones, cayendo un 23,1%, mientras que la utilidad del ejercicio disminuyó en 31,6 % hasta US\$ 5,1 millones.

En 2010, bajo IFRS, la utilidad de la empresa llegó a US\$ 7,897 millones, aproximadamente, un 66% más que en 2009.

Terminal Puerto Arica S.A. (TPA)

Es la sociedad encargada de la explotación del Terminal Portuario de la ciudad de Arica. Agunsa posee un 25% de la propiedad.

Norma contable chilena: Durante 2009, la empresa obtuvo ingresos aproximados por US\$ 23,2 millones, aumentando un 2,3%. El resultado de explotación llegó a US\$ 5,1 millones, cayendo un 8,2%, mientras que la utilidad del ejercicio disminuyó en 23,8 % hasta US\$ 3,8 millones.

En 2010, bajo IFRS, la utilidad total de la empresa llegó a US\$ 4,712 millones, aproximadamente, un 2,3% menos que en 2009.

Terminal Portuaria Mar Austral S.A.

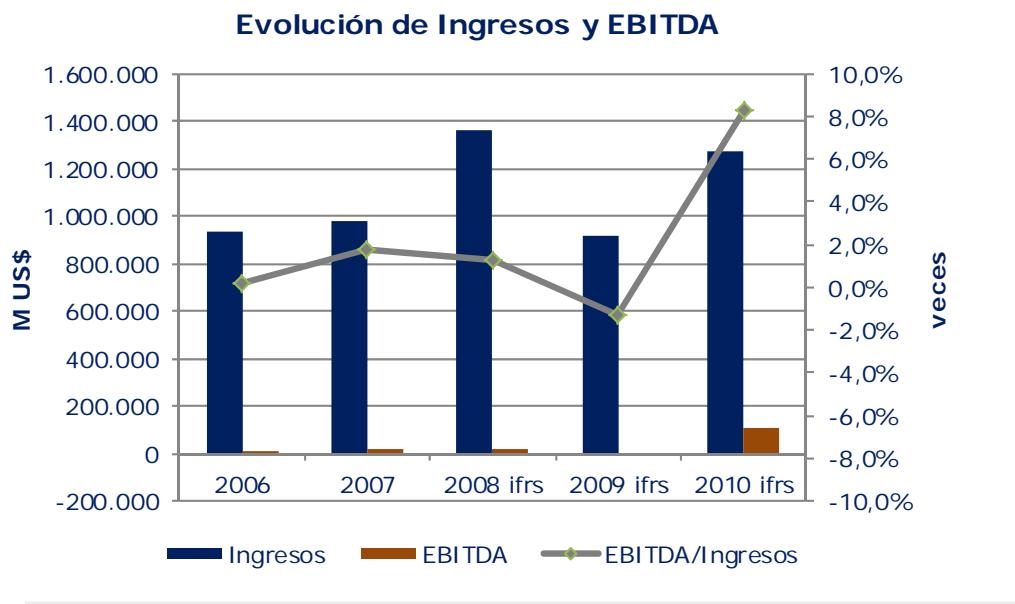
Esta sociedad fue constituida el 4 de julio de 2008 como primer paso para un futuro proyecto de puerto ubicado en la zona de Laguna Verde. El capital de esta sociedad llega a \$ 10 millones.

⁶ La información financiera pública disponible para 2010 es sólo la que tiene que ver con la utilidad proporcional correspondiente a **Naviera**.

Análisis Financiero de Naviera

Evolución de los ingresos, y EBITDA⁷

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.



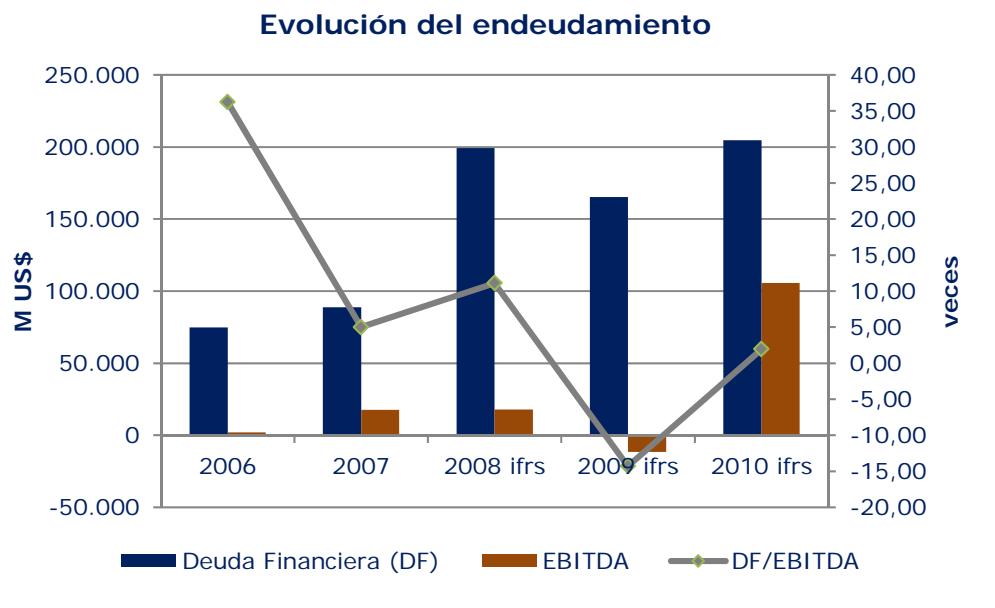
El EBITDA sobre ingresos ha sido bastante volátil en los últimos cinco años, fluctuando entre tasas de cerca de -1,5% hasta 9%, asociadas al ciclo experimentado por el transporte marítimo de contenedores, situación muy propia de la industria naviera. Entre 2006 y 2008 este ratio se mantuvo en valores de entre -1% y 2%, mientras que en 2010 llegó a 8,3% producto de los buenos resultados de todas las filiales.

⁷ Las cifras en pesos, bajo norma contable chilena, han sido convertidos a dólares utilizando el dólar promedio de cada año.

Evolución del endeudamiento y la liquidez

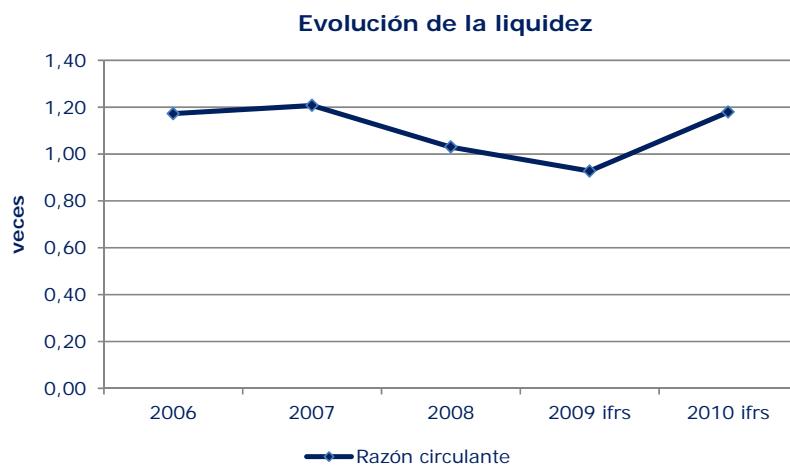
Al 31 de diciembre de 2010 la deuda financiera consolidada de **Naviera** alcanzaba US\$ 204,6 millones. De éstos, un 70,4% correspondía a obligaciones con bancos, mientras que el restante porcentaje estaba constituido por arrendamientos financieros (*leasings*). La porción corriente de la deuda financiera alcanzaba a un 20,8% del total. La deuda financiera consolidada a septiembre correspondía en 58,3% a obligaciones de Agunsa, en 19,7% de CCNI, 18,3% de Cabo Froward y el 3,4% restante a la **Naviera** como matriz.

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 contractual. Al ser positivos los resultados de 2010, esta relación de endeudamiento mejoró en 2010, bajando desde el máximo de 2,33 veces en diciembre de 2009 hasta 1,69 veces a diciembre de 2010.



La liquidez 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, ya bajo la normativa IFRS, a partir de diciembre de 2008 la sociedad experimentó un deterioro en este indicador (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

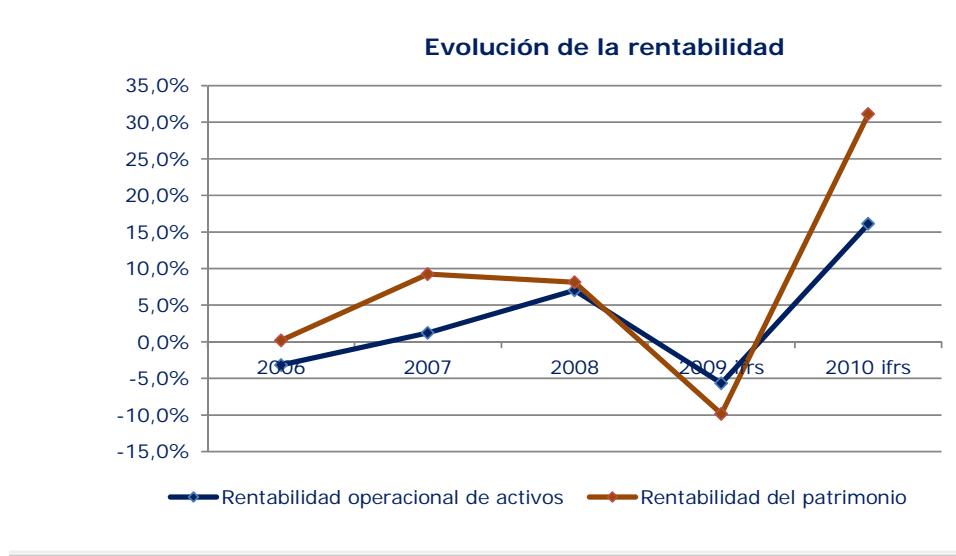
de contenedores, y que se tradujo en un menor nivel de cuentas por cobrar y de caja y equivalentes y simultáneamente la adquisición de un mayor endeudamiento para hacer frente a tal crisis. A diciembre de 2010 la liquidez se había recuperado, llegando nuevamente a 1,2 veces.



Evolución de la rentabilidad⁸

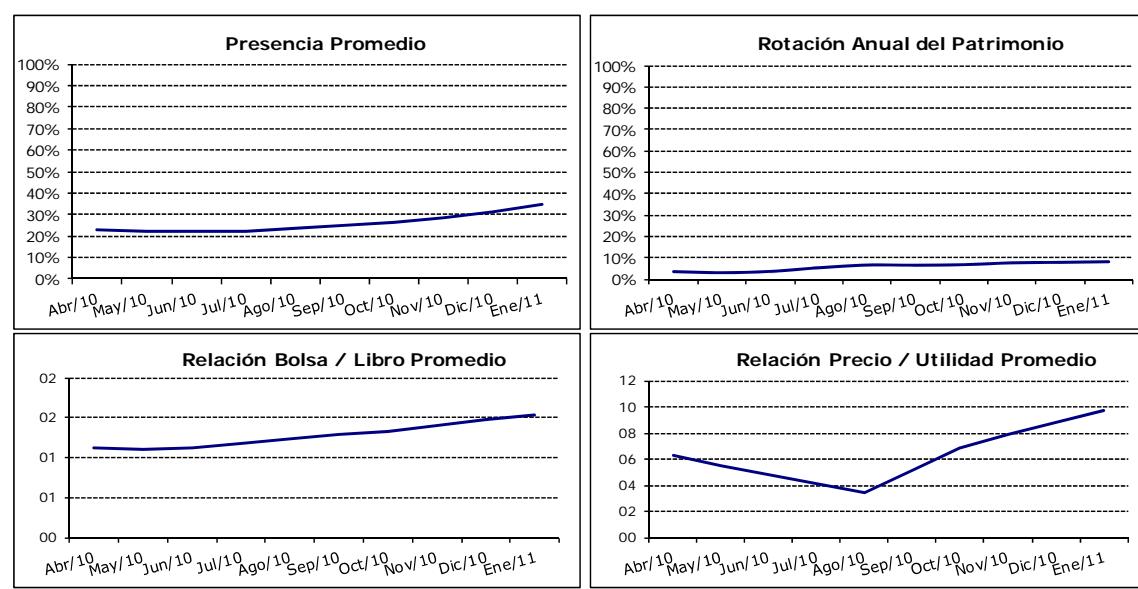
La rentabilidad de la empresa está muy influenciada por los resultados obtenidos por la filial CCNI, la que constituye la mayor proporción del patrimonio consolidado de **Navieras**. Como consecuencia, la rentabilidad de activos y del patrimonio ha sido muy volátil en los últimos años, a causa de los 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, aunque también la empresa ha vivido períodos de alta rentabilidad, como el bienio 2004-2005 (14,3% y 19,1%, respectivamente), aunque finalmente en 2010 la empresa tuvo una rentabilidad del patrimonio récord de 31%.

⁸ 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 2010, en términos de “presencia promedio” (promedio transacciones mensuales) y “rotación anual del patrimonio bursátil” (acciones por precio de cierre). Además, se presenta la evolución de las razones “precio-utilidad” (razón entre el precio de cierre y la utilidad de la acción en 12 meses) y “bolsa-libro” (precio de cierre dividido por el valor contable de la compañía). La presencia promedio de la acción de **Naviera** entre febrero de 2010 y enero de 2011 llegó a un promedio de 34,5%.



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 de:

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	A Diciembre 2010
Endeudamiento individual Naviera	0,6 veces	N.D.
Endeudamiento financiero neto individual CCNI	2,25 veces	-0,28 veces
Endeudamiento financiero neto individual Agunsa	1,5 veces	0,76 veces
Endeudamiento financiero neto individual Froward	1,35 veces	0,63 veces
Patrimonio mínimo	US\$ 175 millones	US\$ 259,7 millones
Cobertura individual de servicio de deuda	No inferior a 2 veces	6,72 veces ⁹

⁹ Promedio EBITDA 2009-2010/Total Deuda Financiera Individual de **Naviera**.

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 Foward; 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 Foward (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"