



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

Analistas  
Ignacio Quiroz L.  
Carlos García B.  
Tel. (56) 22433 5200  
[ignacio.quiroz@humphreys.cl](mailto:ignacio.quiroz@humphreys.cl)  
[carlos.garcia@humphreys.cl](mailto:carlos.garcia@humphreys.cl)

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

Diciembre 2018

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

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de bonos y bonos	BBB+
Tendencia	Favorable <sup>1</sup>
Acciones (NAVIERA)	Primera Clase Nivel 3
Tendencia	Estable
EEFF base	30 septiembre 2018 <sup>2</sup>

Número y fecha de Inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos a 30 años	Nº 659 de 12.04.2011
Serie A (BNAVI-A)	Primera Emisión

Estado de Resultados Consolidado IFRS							
M US\$	2013	2014	2015	2016	2017	Ene-Sep 2017	Ene-Sep 2018
Ingresos de actividades ordinarias	670.703	680.751	521.181	456.132	603.664	433.770	472.931
Costo de ventas	-543.264	-561.674	-409.491	-341.320	-465.542	-331.830	-368.818
<b>Ganancia bruta</b>	<b>127.439</b>	<b>119.077</b>	<b>111.690</b>	<b>114.812</b>	<b>138.122</b>	<b>101.940</b>	<b>104.113</b>
Gastos de administración	-75.475	-75.162	-65.511	-57.738	-59.604	-42.308	-42.873
<b>Resultado operacional</b>	<b>50.382</b>	<b>53.852</b>	<b>47.693</b>	<b>54.564</b>	<b>79.351</b>	<b>60.143</b>	<b>59.727</b>
Costos financieros	-12.177	-17.996	-22.395	-24.944	-26.717	-20.074	-23.726
Utilidad del ejercicio	46.350	17.242	151.220	33.588	45.934	36.189	42.665
<b>EBITDA<sup>3</sup></b>	<b>67.378</b>	<b>123.031</b>	<b>112.158</b>	<b>99.335</b>	<b>127.824</b>	<b>95.065</b>	<b>102.209</b>

<sup>1</sup> Tendencia anterior: Estable.

<sup>2</sup> El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 30 de junio de 2018. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 30 de septiembre de 2018, los cuales, de acuerdo con los análisis previamente efectuados, no afectan la categoría de riesgo asignada. Cabe destacar que el proceso de clasificación de **Humphreys** está basado en los aspectos estructurales del emisor, con un enfoque de largo plazo, por lo cual los resultados de un ejercicio en particular no afectan, necesariamente, la opinión de la clasificadora.

<sup>3</sup> Definido como ganancia bruta más otros ingresos por función, menos gastos de administración, menos otros gastos por función, más/menos otras ganancias (pérdidas), más depreciación y amortización.

Balance General Consolidado IFRS						
M US\$	2013	2014	2015	2016	2017	sept-18
Activos corrientes	280.484	354.152	218.167	197.595	222.407	220.318
Activos no corrientes	578.908	632.998	897.255	966.759	991.245	983.856
<b>Total activos</b>	<b>859.392</b>	<b>987.150</b>	<b>1.115.422</b>	<b>1.164.354</b>	<b>1.213.652</b>	<b>1.204.174</b>
Pasivos corrientes	285.265	317.524	217.537	193.352	218.658	218.271
Pasivos no corrientes	227.777	302.929	447.310	506.431	533.833	500.184
Pasivos totales	513.042	620.453	664.847	699.783	752.491	718.455
Patrimonio total	346.350	366.697	450.575	464.571	461.161	485.719
<b>Patrimonio y pasivos, total</b>	<b>859.392</b>	<b>987.150</b>	<b>1.115.422</b>	<b>1.164.354</b>	<b>1.213.652</b>	<b>1.204.174</b>
Deuda financiera	262.072	356.758	531.879	555.442	603.076	572.871

## Opinión

**Grupo Empresas Navieras S.A. (GEN)** es la sociedad matriz de las sociedades Compañía Marítima Chilena S.A. (CMC, continuadora de CCNI, dedicada al negocio armatorial), Agencias Universales S.A. (Agunsa, orientada al agenciamiento naviero, actividades de logística de distribución y participación en concesión de aeropuertos y puertos), Portuaria Cabo Foward S.A. (Foward, administración de puertos) y Talcahuano Terminal Portuario S.A. (TTP, puerto). Además, participa directamente en las sociedades Antofagasta Terminal Internacional S.A. y Terminal Puerto Arica S.A.<sup>4</sup> Indirectamente, a través de Agunsa, tiene presencia en las concesiones de los aeropuertos de Calama, La Serena y Punta Arenas y, a través de sus filiales, en otras sociedades, tanto nacionales como extranjeras (algunas constituidas sólo como vehículos de inversión). Adicionalmente, la compañía cuenta con las filiales armadoras Angol y Arauco Navigation Ltd., cada una de ellas propietaria de una nave porta contenedores de 9.000 TEU. Asimismo, durante 2017, la compañía, a través de su filial CMC, concretó la adquisición de dos naves tanqueras (Brío y Pioneros).

Entre enero y junio de 2018, **GEN** generó ingresos consolidados por US\$ 324,9 millones y un EBITDA de US\$ 70,1 millones. Los ingresos aumentaron un 19,03%, respecto del mismo período de 2017, principalmente por un incremento en los segmentos de agenciamiento (25,99%) y concesiones (46,96%).

Por su parte, el EBITDA de la compañía, en términos consolidados, fue de US\$ 70,1 millones, lo que representa un incremento de 18,2%, respecto del mismo período de 2017. Este aumento se origina por mayores ganancias brutas en los segmentos de concesiones y operación de puertos.

<sup>4</sup> Con fecha 7 de mayo de 2018, **GEN** suscribió una promesa de compraventa respecto de la totalidad de su participación en esta sociedad, equivalente a un 25% de su capital. La materialización de esta operación quedó supeditada a una serie de condiciones suspensivas, entre ellas, la aprobación de la transacción por parte de la Fiscalía Nacional Económica.

Así, los segmentos con mayor contribución a los ingresos de **GEN** están compuestos en 32,4% por el negocio de logística (34,7% a junio de 2017), 30,7% por el negocio de Agenciamiento (29,0% a junio de 2017), 14,8% por el negocio armador (17,4% a junio de 2017), 13,6% por el negocio de concesiones (11,0% a junio de 2017) y 8,5% por el negocio de operación de puertos marítimos (que representaba un 7,8% de los ingresos de **GEN** a junio de 2017).

A la misma fecha, la deuda financiera consolidada alcanzaba los US\$ 580,2 millones (de los cuales US\$ 73,8 millones corresponden a las obligaciones financieras por parte de **GEN**), con un patrimonio total de US\$ 475,2 millones.

En los seis primeros meses de 2018, sus principales filiales, CMC, Agunsa y Cabo Froward, tuvieron ingresos por US\$ 35,7 millones, US\$ 247,3 millones y US\$ 27,6 millones, respectivamente. La deuda financiera consolidada a junio de 2018 asciende a US\$ 580,2 millones, y corresponde en 13,5% a CMC, 22,7% a obligaciones de Agunsa, 8,3% a Arauco Navigation, 7,8% a Angol Navigation, 2,5% a Cabo Froward, 2,7% a TTP y 12,7% a la deuda financiera de la matriz.

El cambio de tendencia de clasificación de los bonos desde “*Estable*” a “*Favorable*” se debe al incremento en los dividendos percibidos por la matriz, los cuales se sitúan en niveles similares a los de 2014<sup>5</sup>, así como a su creciente diversificación, destacando los flujos positivos provenientes de CMC. Asimismo, el cambio de tendencia recoge la mayor estabilidad de los flujos consolidados como consecuencia a que parte de ellos se originan en el arrendamiento de naves a entidades con adecuada capacidad de pago.

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

Adicionalmente, se ha incorporado como un factor positivo el elevado valor de las inversiones productivas de **GEN** en relación con el nivel de su deuda financiera individual. Sólo las acciones de la filial Agunsa propiedad de **GEN** presentan una valorización de US\$ 185 millones, según el precio en bolsa promedio de los últimos doce meses. Esta cifra corresponde a 2,5 veces la deuda financiera individual del emisor. Además, de acuerdo a estimaciones realizadas por la clasificadora, el valor en exceso de esta inversión, entendiendo por ella la hipotéticamente susceptible de enajenar sin perder el control, podría representar entre 93 y 95% de los pasivos financieros individuales de **GEN**.

Otro atributo que refuerza la clasificación de la línea de bonos corresponde al posicionamiento y solvencia de Agunsa, empresa cuyos ingresos y generación de utilidades han mostrado una elevada estabilidad, situación

---

<sup>5</sup> Se excluyen los dividendos percibidos en 2015, puesto que están influidos por la enajenación de CCNI.

que le ha permitido a **GEN** contar a lo largo del tiempo con un flujo de dividendos con bajo riesgo relativo y de un monto suficiente, en relación con el pago anual de los bonos. Sin embargo, durante 2016 –producto de la venta del negocio de portacontenedores por parte de CCNI en marzo de 2015, y a la consecuente pérdida de contratos de prestación de servicios con esta empresa– los ingresos y utilidades de esta filial exhibieron una contracción respecto de lo exhibido en el pasado. No obstante, durante 2017, y producto de una reorientación de sus negocios, ha presentado un crecimiento respecto del año anterior. Más aún, la reducción en baja en los dividendos entregados por Agunsa a **GEN**, ha sido parcialmente compensada, a contar de 2017, por el reparto de dividendos de CMC (continuadora de CCNI cuyos flujos, previo a la enajenación del negocio portacontenedores, eran persistentemente deficitarios). A esto se suman los dividendos entregados por las filiales Angol y Arauco Navigation.

En forma complementaria, se incorpora positivamente la participación del grupo, a través del mismo y de Agunsa, en diversas concesiones de infraestructura de transporte, como son aeropuertos y puertos marítimos. Esto ayuda a la diversificación de ingresos de la compañía, por medio de la recepción de dividendos. Del mismo modo, si bien se reconoce que **GEN** no es controladora de los puertos de Arica y Antofagasta, se considera positivamente la presencia que ha tenido en dichas inversiones, por cuanto han constituido una fuente adicional de flujos de caja, a través de la recepción de dividendos (aun cuando el primero se encuentra en proceso la venta).

Se considera además, que el modelo de negocios desarrollado por CMC, así como de las filiales Arauco y Angol, consistente en arriendo de naves a terceros, reduce la exposición a variaciones en tarifas, costo de combustible, etc. Sin embargo, este nuevo modelo ha sido implementado en los últimos dos años, por lo que se requiere de un mayor horizonte de tiempo para evaluar la consistencia de los resultados obtenidos, considerando que solo a partir de 2017 CMC ha desembolsado dividendos a la matriz.

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

Por el contrario, la clasificación de riesgo se encuentra restringida por la dependencia del flujo de caja de **GEN** al reparto de dividendos de sus filiales, lo cual puede verse afectado en ciertos períodos por temas meramente contables.

También se considera la dependencia de las inversiones del emisor, en mayor o menor grado, al comportamiento del comercio exterior chileno, así como los riesgos específicos asociados a Agunsa, Cabo Froward y CMC.

En el caso de Agunsa, sus riesgos están relacionados principalmente con la competencia que enfrenta por parte de otros operadores de servicios portuarios, la elevada concentración de sus ingresos en algunos de sus clientes y una mayor consolidación de las empresas navieras, tendencia que se ha acrecentado en los últimos años con la fusión de importantes firmas. Además, se considera como factor de riesgo la caducidad de sus concesiones.

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

Respecto de CMC, sus riesgos provienen del negocio de fletamiento, donde, si bien las tarifas de arriendo están fijadas por contrato, es necesario seguir con atención la solvencia de los arrendatarios, en este caso Enap (clasificado en Baa3 en escala global) y Maersk (clasificado Baa a escala global) (que adquirió Hamburg Süd, y representa la principal compañía naviera del mundo en términos de participación de mercado, según Alphaliner); además, en el caso de las naves arrendadas a Enap y desde una perspectiva de largo plazo, persiste el riesgo de renovación de los contratos, dada la estructura de amortización de la deuda, en que existe un pago tipo *balloon* al término del mismo.

La relación deuda financiera sobre EBITDA pasó desde 2,9 veces en diciembre de 2014, a 4,7 veces en diciembre de 2017 y 4,2 veces en junio de 2018. Sin embargo, excluyendo el endeudamiento y EBITDA asociado al negocio de fletamiento de naves, este indicador es cercano a 3,2 veces. Asimismo, la relación deuda financiera sobre FCLP subió desde 5,1 veces en diciembre de 2014, a 5,7 veces a junio de 2018.

Durante 2017 la participación de **GEN** en la propiedad de Froward aumentó desde 66 a 91,9%; en CMC se incrementó desde 74,4 a 83,2%, en AGUNSA pasó desde 69,83 a 81,1%; en tanto que la matriz se desprendió de su participación en ITI.

La clasificación de riesgo podría presentar una disminución en el caso que las filiales deteriore su actual situación financiera, ya sea en forma conjunta o por situaciones que afecten en forma significativa a una empresa en particular (sin haber compensación en otras líneas de negocios).

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

## Resumen Fundamentos Clasificación

### Fortalezas centrales

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

### Fortalezas complementarias

- Sinergia en el negocio de las filiales.

### Fortalezas de apoyo

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

### Riesgos considerados

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

## Hechos recientes

### Resultados a 2017

Al 31 de diciembre de 2017, **GEN** generó ingresos consolidados por US\$ 603,7 millones<sup>6</sup> y un EBITDA por US\$ 127,8 millones. Los ingresos aumentaron un 32,3% respecto del mismo período de 2016, explicado principalmente por el aumento de los segmentos de Agenciamiento (126,98%) y Concesiones (72,15%). Por su parte, el ítem de Logística (principal contribuyente a los ingresos consolidados) vio un incremento de 7,03%, mientras que el segmento de Operación de Puertos mostró un aumento de sus ingresos en un 9,76% y el Negocio Armador vio una caída de 4,42%.

En este periodo, los ingresos de la filial Agunsa aumentaron un 46,7% alcanzando los US\$ 457,2 millones, mientras que el EBITDA finalizó en US\$ 50,9 millones, lo que significa un aumento de 66,8% respecto del año anterior, esto explicado por aumentos en todas sus líneas de negocio. La deuda financiera de Agunsa finalizó el periodo en US\$ 184,3 millones, un 4,2% mayor a lo exhibido a fines de 2016.

---

<sup>6</sup> La suma de los ingresos individuales es mayor a la consolidada, dadas las ventas entre filiales, aunque en una proporción muy pequeña.

Por su parte, en 2017 los ingresos de la filial CMC cayeron un 16,9% respecto de 2016. Por otra parte, la empresa ha continuado con la mejora en los costos, los cuales, como proporción de los ingresos, han caído desde un 77,9% en 2014 a un 58,5% en 2017. De esta forma, el margen bruto de la compañía creció en un 11,6%, lo cual se debe, principalmente, a la disminución de naves subarrendadas y la renovación de contratos de subarriendo de las cuatro naves 9.000 TEU. El EBITDA de esta filial creció en un 29,7%. Finalmente, CMC experimentó utilidades por US\$ 13,4 millones, un 29,7% superior a 2016.

La deuda financiera de CMC se incrementó desde US\$ 183,3 millones que exhibía en 2016, a US\$ 199,6 millones en 2017. Esta alza se produjo por la consolidación del financiamiento, tras la adquisición de las naves tanqueras MT Brio y MT Pioneros.

Los ingresos de la filial Froward aumentaron en 7,7% respecto del año anterior, mientras que la relación entre costo de venta e ingresos pasó de 58,3% en 2016 a 55,9% en 2017; mientras el EBITDA de la empresa creció un 1,0% en el mismo período. Finalmente, la utilidad de Froward creció desde US\$ 10 millones en 2016 a US\$ 12 millones en 2017. Por su parte, la deuda financiera de Froward aumentó un 21,5% a US\$ 16,7 millones.

Considerando los resultados antes descritos de las filiales, en 2017 **GEN** obtuvo un resultado de explotación de US\$ 79,4 millones, lo que significa un aumento de 45,4% respecto del año anterior. El EBITDA, por su parte, alcanzó a US\$ 127,8 millones, lo que representa un aumento de 28,8% en comparación con el año anterior.

### **Resultados a septiembre de 2018**

Al tercer trimestre de 2018, **GEN** generó ingresos por US\$ 472,9 millones y un EBITDA por US\$ 102,2 millones. El primero de estos indicadores presenta un crecimiento de 9,0% respecto del mismo período de 2017, explicado, principalmente, por mejoras en el segmento Concesiones (aumento de un 4,1%) y segmento Logística (3,1%). El EBITDA consolidado de **GEN** aumentó en 7,5% en el período considerado.

Agunsa presentó un incremento de sus ingresos en un 10,5%, explicado principalmente por mejoras en su división de Agenciamiento y de Logística. De esta manera, la ganancia bruta subió 3,7%, llegando a US\$ 52,5 millones, en tanto que el EBITDA aumentó desde los US\$ 36,8 millones en septiembre de 2017 a US\$ 43,2 millones en el mismo período de 2018, equivalente a un alza de 17,5%. Este aumento se debió principalmente al aumento de los ingresos de todas las líneas del negocio. La deuda financiera de Agunsa aumentó en 7,1% en septiembre de 2018 respecto a diciembre de 2017.

Los ingresos de CMC disminuyeron en 6,7%, llegando a US\$ 50,5 millones, mientras que los costos de ventas bajaron en un 6,8%, con lo cual la relación de costo de venta sobre ingresos se mantuvo relativamente estable, pasando de 57,3% en septiembre de 2017 a 57,2% en el mismo período de 2018. A su vez, el margen bruto de la compañía registró una disminución de 6,5% debido, principalmente, a la incorporación de las naves tanqueras adquiridas en 2017 y al término del servicio de transporte de vehículos en abril de 2018. El EBITDA de la empresa llegó a US\$ 28,1 millones, lo que representa una baja de un 1,2%

respecto de lo registrado en septiembre de 2017. La deuda financiera de CMC pasó de US\$ 199,6 millones en 2017 a US\$ 182,8 millones a septiembre de 2018.

Por su parte, los ingresos de explotación de Froward crecieron 14,4%, llegando a US\$ 37,9 millones en los primeros nueve meses de 2018, explicado principalmente por el incremento en la cantidad de naves atendidas de astillas, Clinker y carbón. La relación costo de venta sobre ingresos exhibió un aumento, pasando desde un 52,2% (en septiembre de 2017) a 55,3% (en septiembre de 2018). De esta manera, la ganancia bruta creció un 7,0% comparando los meses de septiembre de 2017 y 2018.

Por su parte, el EBITDA de Froward aumentó a US\$ 16,7 millones, lo que representa un alza de 7,1% respecto al registrado en septiembre de 2017. La deuda financiera de Froward aumentó un 8,5% en septiembre de 2018 respecto de diciembre de 2017.

Con todo lo anterior, a septiembre de 2018 **GEN** obtuvo un resultado operacional de US\$ 59,7 millones, mientras que en el mismo periodo de 2017 este resultado era de US\$ 60,1 millones. Las obligaciones financieras de la compañía disminuyeron un 5,0% respecto a diciembre de 2017.

## Definición categorías de riesgo

### Categoría BBB

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

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

### Primera Clase Nivel 3

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

### Tendencia Favorable

Corresponde a aquellos instrumentos que podrían ver mejorada su clasificación como consecuencia de la situación o tendencia mostrada por el emisor.

### Tendencia Estable

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

## Oportunidades y fortalezas

**Experiencia:** La trayectoria del grupo en el mercado local y la experiencia y conocimiento del mercado naviero por parte de sus propietarios y ejecutivos constituyen las principales fortalezas de **GEN** y de sus filiales. Éstas han servido como activo para hacer frente a los períodos de contracción del negocio que en el pasado tuvo que enfrentar con su filial CCNI (actual CMC). Si bien **GEN** data del año 1983, sus principales filiales, CMC (ex CCNI) y Agunsa, tienen 86 años y 56 años de historia, habiendo operado en distintos ciclos económicos y políticos.

Por otro lado, CMC opera bajo la modalidad de contratos de largo plazo, lo que permite disminuir la variabilidad de sus ingresos, aumentando, de este modo, su predictibilidad.

**Mix de inversiones:** El conjunto de inversiones de la compañía contribuye a la diversificación de los ingresos del emisor, por la estabilidad presentada por Agunsa y Portuaria Cabo Froward. En los últimos dos años, según los datos del emisor, los dividendos provenientes de Agunsa han representado cerca de un 23% del total recibido por **GEN**, mientras que los de CMC y Froward han sido un 22% y un 25% respectivamente, reflejando una menor dependencia de Agunsa, a diferencia de años anteriores.

**Control de la política de dividendos:** **GEN** es controlador de CMC (continuadora de CCNI), Agunsa y Portuaria Cabo Froward, lo que le permite decidir cuál será el porcentaje de utilidades a repartir como dividendos por sobre el 30% del mínimo legal, pudiendo adaptar este porcentaje a sus necesidades de caja y a los requerimientos de flujos de las mismas filiales. Actualmente, la empresa controla el 83,2% de CMC (ex-CCNI), el 81,1% de Agunsa y el 91,9% de Froward. En los últimos cinco años, los ingresos por dividendos han fluctuado entre US\$ 6,7 millones y US\$ 37,6 millones.

**Fortalezas de Agunsa:** Esta empresa se ha caracterizado por un adecuado rendimiento operacional y un fuerte posicionamiento dentro de su mercado, lo que le da una mayor estabilidad a **GEN**. Asimismo, su incursión en la concesión de los aeropuertos de Calama, La Serena, Punta Arenas y la reciente concesión adjudicada de Puerto Montt, así como otras inversiones, le permite una diversificación en la generación de flujos. En general, la compañía presenta una adecuada diversificación de ingresos, tanto por líneas de servicios como por clientes.

Sin perjuicio de lo anterior, esta fortaleza continúa siendo monitoreada, ya que la venta del segmento de negocio *liner container*, que operaba CCNI, a Hamburg Sud forzó el término de los contratos de servicios de agenciamiento que mantenía CCNI con Agunsa, provocando una disminución en los ingresos, resultados operacionales y utilidades de la compañía. Según lo señalado en su oportunidad por la administración a esta clasificadora, el nivel de ingresos exhibidos en el pasado por Agunsa debería normalizarse en un período de dos a tres años, por lo cual se continúa observando su evolución.

**Participaciones accionarias:** Las tres principales filiales de **GEN** (Agunsa, Froward y CMC) son todas sociedades anónimas abiertas que se transan en la Bolsa de Valores de Santiago. En caso de insuficiencia de

flujos para el pago de las cuotas de los bonos, el emisor puede entregar en garantía sus inversiones para la obtención de créditos o, en el peor de los casos, recurrir a la venta de las acciones que posea en exceso; es decir, sobre el porcentaje que le permite conservar el control de la respectiva filial. De acuerdo con los precios de las últimas transacciones bursátiles (últimos doce meses), Agunsa tendría un valor económico de US\$ 229 millones, CMC (ex CCNI) de US\$ 96 y Froward de US\$ 91 millones.

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

## Factores de riesgo

**Dependencia del transporte marítimo:** La sociedad depende de forma indirecta de la transferencia de productos y servicios relacionados con el transporte marítimo, dado su contrato de arrendamiento de naves con la compañía Maersk. Esto la hace estar expuesta a las oscilaciones del intercambio comercial a nivel mundial.

**Flujos dependientes de la política de dividendos:** En sí misma, **GEN** no es una empresa que genere flujos, sino que la generación de caja de la compañía depende de la distribución de dividendos por las utilidades generadas por las empresas filiales. Si bien la política de reparto de utilidades es controlada por el emisor, los resultados podrían verse afectados por situaciones contables.

**Riesgos asociados a CMC (ex CCNI):** A junio de 2018, el 78,4% de los ingresos de esta filial provienen del negocio de fletamiento, el cual presenta una considerable estabilidad de los ingresos, puesto que corresponde a contratos de arriendo a plazo con cánones preestablecidos. Sin embargo, está expuesto a los costos de arrendamiento y compra de buques que varían en el tiempo.

La compañía ha debido enfrentar un aumento del endeudamiento financiero relativo al EBITDA, ratio que pasa de 1,8 veces, que exhibía la compañía a diciembre de 2014, a 10,4 veces al año móvil finalizado en junio de 2018. De esta manera, CMC está sujeta a la capacidad futura de pago de Maersk como de Enap, y que no se gatillen cláusulas de término anticipados de contrato.

**Riesgos asociados a Aguensa:** La privatización parcial de los puertos chilenos, adjudicados por empresas que constituyen competencia directa para Aguensa, podría desfavorecer a la compañía en el mediano o largo plazo. También se debe considerar la elevada concentración por cliente de los ingresos y la tendencia de fusiones y adquisiciones de las empresas navieras, que generaría una mayor concentración en la industria.

**Riesgos asociados a Cabo Froward:** Los principales riesgos tienen relación con la alta concentración que presentan las operaciones de la empresa, tanto en número de clientes como en tipo de carga movilizada. Además los ingresos se originan sólo en dos puertos: Coronel y Calbuco.

**Exposición al tipo de cambio y tasas de interés:** Por sus inversiones y actividades en el exterior, propios de su rubro, las fluctuaciones en la paridad del tipo cambio afectan tanto el balance de la compañía como sus resultados. En el caso de Agunsa, cerca del 60% de las ventas de esta compañía están denominadas en moneda extranjera, mientras que 90% de los costos están en la moneda funcional de cada país. Por su parte Froward, tiene un 96% de sus ingresos en dólares, mientras que un 88% de los costos están en pesos chilenos. Para el caso de CMC, el 90,8% de sus ingresos está en dólares y el 72,5% de los costos está expresado en esta moneda.

En otro aspecto, existe deuda de largo plazo bancaria de la compañía que devenga intereses y se encuentra pactada a una tasa de interés variables (a modo de ilustración, el 100% de la deuda de la filial de GEN, CMC, es a tasa variable).

**Contrato de arrendamiento de naves:** Siempre existe la probabilidad que, por debilitamiento de su solvencia, los arrendadores de las naves incumplan los compromisos pactados, tal situación podría implicar caída significativa en los ingresos consolidados del emisor, toda vez que los contratos individuales asciende a montos anuales que fluctúan entre los US\$ 7 millones y US\$ 14 millones. No obstante, este riesgo se ve acotado dada la alta clasificación de riesgo de las contrapartes, así como las características propias de este tipo contrato en la industria naviera.

## Antecedentes generales

### Historia

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

El objeto principal de la compañía es la inversión en acciones y valores mobiliarios, manteniendo actualmente participación accionaria directa o derechos en las siguientes empresas: Compañía Marítima Chilena S.A., Agencias Universales S.A., Portuaria Cabo Froward S.A., Talcahuano Terminal Portuario S.A., Antofagasta Terminal Internacional S.A., Portuaria Mar Austral S.A., Angol Navigation Ltd., Arauco Navigation Ltd. y Terminal Puerto Arica S.A., el cual, sin embargo, ha sido reclasificado como disponible para la venta.<sup>7</sup> Por otra parte la emisora, a través de sus filiales, participa en otras sociedades que en total suman más de 100 empresas, tanto nacionales como extranjeras.

<sup>7</sup> De acuerdo a lo señalado por la compañía, los recursos provenientes de esta enajenación podrían ser destinados a la reducción de los pasivos financieros del *holding*.

## Propiedad y administración de Grupo Empresas Navieras S.A.

### Accionistas

Los principales accionistas de **GEN** al 30 de junio de 2018 se presentan a continuación:

Nombre	% de propiedad
Inversiones Tongoy S.A.	20,94%
Sociedad De Inversiones Paine S.A.	20,94%
Soc. Nacional De Valores S.A.	12,78%
Banchile Corredores De Bolsa S.A.	9,66%
Euro Inversiones S.A.	7,68%
Finvest S.A.	7,05%
Btg Pactual Small Cap Chile Fondo De Inversion	6,40%
Btg Pactual Chile Sa Corredores De Bolsa	2,92%
A.F.P. Provida S.A. Fondo De Pensiones C	2,30%
Moneda Corredora De Bolsa Limitada	2,26%
A.F.P. Habitat S.A. Para Fondo De Pensiones C	1,39%
Inversiones Santa Paula Limitada	1,14%
Resto	4,54%

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

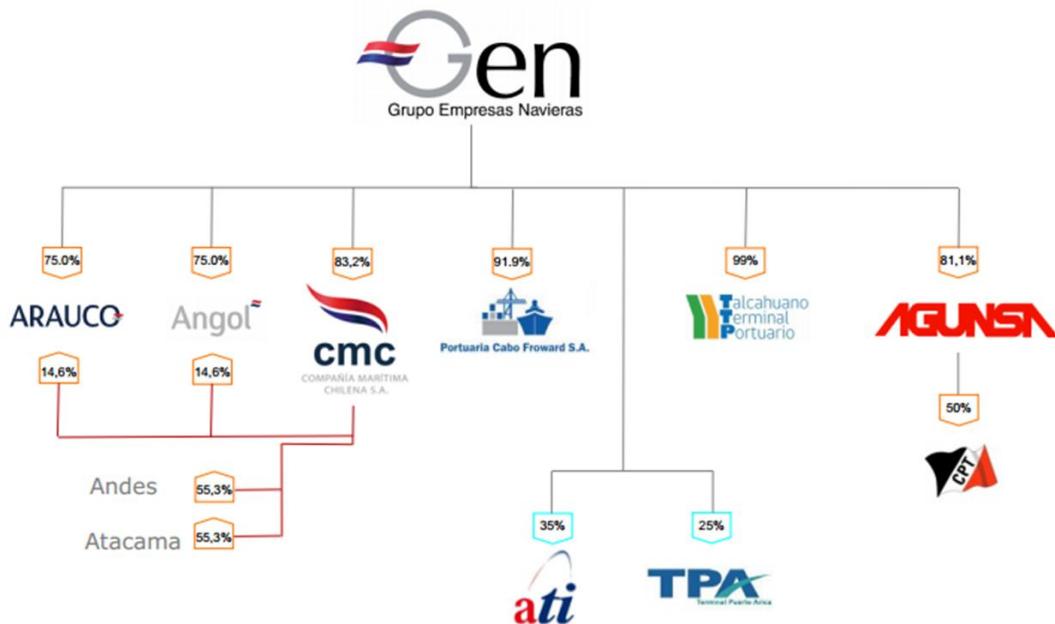
### Directorio y ejecutivos

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

Nombre	Cargo
Jose Manuel Urenda Salamanca	Presidente
Antonio Jabat Alonso	Vicepresidente
Hernan Soffia Prieto	Director
Beltran Felipe Urenda Salamanca	Director
Radomiro Blas Tomic Errazuriz	Director
Franco Montalbetti Moltedo	Director
Francisco Gardeweg Ossa	Director
Max Gardeweg Ossa	Director
Juan Pablo Vega Walker	Director

La administración de la compañía está conformada por Felipe Irarrázaval Ovalle como gerente general, Rodrigo Faura Soletic como gerente contralor y Roberto Manubens Bravo como gerente de administración y finanzas.

### Estructura societaria



### Filiales y coligadas

#### Compañía Marítima Chilena (CMC, continuadora de CCNI)

CMC: Estado de Resultados Consolidado IFRS					
M US\$	2015	2016	2017	Ene-Jun 2017	Ene-Jun 2018
Ingresos de Actividades Ordinarias	94.991	90.703	75.383	34.740	35.688
Costo de ventas	-71.453	-62.659	-44.076	-19.224	-20.925
<b>Ganancia Bruta</b>	<b>23.538</b>	<b>28.044</b>	<b>31.307</b>	<b>15.516</b>	<b>14.763</b>
Gastos de administración	-6.934	-6.119	-5.083	-2.427	-2.925
<b>Resultado operacional</b>	<b>17.152</b>	<b>21.455</b>	<b>27.553</b>	<b>13.087</b>	<b>11.087</b>
Costos financieros	-5.406	-10.866	-11.864	-5.687	-6.320
Utilidad del Ejercicio	80.802	8.428	13.438	6.930	5.747
EBITDA	21.200	30.069	39.013	17.787	17.994

<b>CMC: Balance General Consolidado IFRS</b>				
<b>M US\$</b>	<b>2015 (CCNI)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>Jun-18</b>
Activos Corrientes	50.718	47.432	31.177	20.342
Efectivo y equivalentes	32.444	37.819	21.259	9.627
Activos No Corrientes	266.841	325.989	368.467	364.638
Total Activos	<b>317.559</b>	<b>373.421</b>	<b>399.644</b>	<b>384.980</b>
Pasivos Corrientes	38.843	28.909	32.939	35.031
Pasivos No Corrientes	108.775	165.506	178.189	164.906
Pasivos Totales	147.618	194.415	211.128	199.937
Patrimonio total	169.941	179.006	188.516	185.043
Patrimonio y Pasivos, Total	<b>317.559</b>	<b>373.421</b>	<b>399.644</b>	<b>384.980</b>
Deuda Financiera	133.090	183.257	199.607	187.805

## Antecedentes generales

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

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

Actualmente, la Compañía tiene por objeto: i) la explotación del negocio armatorial, que incluye la compra, la venta, el fletamiento y la administración de naves y ii) el transporte marítimo. Además, la Compañía ofrece servicios de transporte marítimo internacional de vehículos (automóviles, camiones, buses y maquinarias).

A junio de 2018, el 78,4% de los ingresos de CMC provinieron del negocio de fletamiento, el que presenta una considerable estabilidad de los ingresos, puesto que corresponde a contratos de arriendo a plazo con cánones preestablecidos. El restante 21,6% de los ingresos tuvieron su origen en el transporte marítimo (de carga no contenerizada como es el transporte de vehículos).

Adicionalmente, como parte del acuerdo de venta con Hamburg Süd (actualmente Maersk), CMC cuenta con contratos de subarriendo de cuatro naves de 9.000 TEU con la compañía alemana, a una tarifa fija por 12 años (dos de ellas adquiridas por Andes y Atacama Navigation Ltd. filiales controladas por CMC con un 55,3%, y otras dos a través de las filiales Angol y Arauco Navigation, sociedades donde CMC tiene una participación del 14,6% en cada una, mientras que **GEN** mantiene el 75% de la propiedad de estas sociedades).

En abril de 2015, CMC adquirió dos naves tanqueras de 50.000 metros cúbicos que fueron arrendadas a ENAP por cinco años con la opción de renovar en dos oportunidades por 2,5 años cada vez, en tanto que durante 2017 se incorporaron dos naves tanqueras adicionales, arrendadas igualmente a ENAP bajo la misma modalidad.

Estas nuevas adquisiciones han provocado un aumento del endeudamiento financiero relativo al EBITDA de la compañía, ratio que pasaría de 1,8 veces, que exhibía la compañía a diciembre de 2014, a 10,4 veces al año móvil finalizado en junio de 2018.

Sin embargo, cabe mencionar que la relación entre pasivo exigible y patrimonio disminuyó desde 1,6 veces, que exhibe CMC a diciembre de 2014, a 1,1 veces a junio de 2018.

## Agencias Universales S.A. (Aguna)

AGUNSA: Estado de Resultados Consolidado IFRS						
M US\$	2014	2015	2016	2017	Ene-Jun 2017	Ene-Jun 2018
Ingresos de Actividades Ordinarias	612.205	403.975	311.682	457.203	204.510	247.256
Costo de ventas	-523.972	-342.373	-260.534	-386.482	-171.623	-212.202
Ganancia Bruta	<b>88.233</b>	<b>61.602</b>	<b>51.148</b>	<b>70.721</b>	<b>32.887</b>	<b>35.054</b>
Gastos de administración	-64.203	-49.274	-42.317	-44.843	-20.815	-21.194
Resultado operacional	<b>37.865</b>	<b>50.935</b>	<b>6.413</b>	<b>25.183</b>	<b>10.157</b>	<b>12.700</b>
Costos financieros	-12.150	-9.435	-6.956	-7.109	-4.005	-5.215
Utilidad del Ejercicio	39.778	56.316	11.317	21.839	11.070	8.758
EBITDA	101.769	102.022	30.566	50.979	22.248	29.181

**AGUNSA: Balance General Consolidado IFRS**

M US\$	2014	2015	2016	2017	Jun-18
Activos Corrientes	261.875	155.645	133.923	158.089	151.982
Efectivo y equivalentes	35.324	19.213	25.687	35.530	26.098
Activos No Corrientes	319.556	327.993	338.630	348.208	349.834
Total Activos	<b>581.431</b>	<b>483.638</b>	<b>472.553</b>	<b>506.297</b>	<b>501.816</b>
Pasivos Corrientes	206.376	152.297	130.854	136.844	140.166
Pasivos No Corrientes	179.220	139.367	153.838	164.297	159.416
Pasivos Totales	385.596	291.664	284.692	301.141	299.582
Patrimonio total	195.835	191.974	187.861	205.156	202.234
Patrimonio y Pasivos, Total	<b>581.431</b>	<b>483.638</b>	<b>472.553</b>	<b>506.297</b>	<b>501.816</b>
Deuda Financiera	232.636	193.669	176.848	184.337	151.982

### Antecedentes generales

La compañía tiene sus orígenes en 1960, dada la necesidad de CCNI (actual CMC) de contar con una agencia naviera capaz de proporcionar servicios portuarios. En 1989 se produce la separación de CCNI (actual CMC) y Agunsa, pasando a ser esta última una empresa independiente de la naviera. En 1992, dada la consolidación de la compañía a nivel nacional, comienza el proceso de internacionalización que logra posicionarla como una de las más importantes del rubro logístico de América Latina. En la actualidad, Agunsa cuenta con 79 sucursales alrededor del mundo y presencia en 19 países.

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

En relación al último punto, Agunsa participa en la concesión de los aeropuertos de Calama, La Serena y Punta Arenas. En el exterior, opera aeropuertos en las islas de San Andrés y Providencia en Colombia. Además, posee las representaciones de las empresas SKY Cargo (filial de Emirates Airlines) y Air Canada.

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

A principios de 2017 la compañía se adjudicó la concesión por 40 años del Terminal Portuario de Manta en Ecuador.

Entre los principales riesgos a los que se encuentra sometida la compañía, se considera un alto nivel de endeudamiento<sup>8</sup>, el que a junio de 2018 alcanzaba 1,5 veces.

A esto hay que sumar que producto de la venta del negocio de "liner container" de CCNI (actual CMC), Agunsa perdió los contratos de agenciamiento que mantenía con esta última. Con ello, los ingresos de Agunsa cayeron un 23% en 2016 respecto de 2015; mientras que el EBITDA<sup>9</sup> de la empresa bajó un 70% en el mismo lapso. No obstante, durante 2017, y producto del desarrollo de nuevos negocios, los ingresos y EBITDA de Agunsa se incrementaron en 46,7% y 66,8%, respectivamente.

## Portuaria Cabo Froward S.A.

CABO FROWARD: Estado de Resultados Consolidado IFRS						
M US\$	2014	2015	2016	2017	Ene-Jun 2017	Ene-Jun 2018
Ingresos de Actividades Ordinarias	25.913	25.625	41.105	44.284	21.197	27.596
Costo de ventas	-16.431	-15.083	-23.979	-24.747	-11.147	-14.460
Ganancia Bruta	<b>9.482</b>	<b>10.542</b>	<b>17.126</b>	<b>19.537</b>	<b>10.050</b>	<b>13.136</b>
Gastos de administración	-3.496	-3.264	-4.043	-4.878	-2.300	-2.794
Resultado operacional	<b>4.328</b>	<b>8.585</b>	<b>13.472</b>	<b>14.569</b>	<b>7.676</b>	<b>10.320</b>
Costos financieros	-1.103	-874	-671	-665	-359	-446
Utilidad del Ejercicio	1.351	4.823	10.030	12.064	5.988	7.090
EBITDA	8.181	12.215	18.555	18.732	9.701	12.462

<sup>8</sup> Medido como pasivos totales sobre patrimonio total.

<sup>9</sup> Definido como ganancia bruta más otros ingresos por función, menos gastos de administración, menos otros gastos por función, más/menos otras ganancias (pérdidas).

<b>CABO FORWARD: Balance General Consolidado IFRS</b>					
<b>M US\$</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>jun-18</b>
Activos Corrientes	7.661	9.652	12.352	16.240	14.592
Efectivo y equivalentes	592	2.944	5.452	8.273	6.669
Activos No Corrientes	85.573	82.211	87.431	91.354	95.013
Total Activos	<b>93.234</b>	<b>91.863</b>	<b>99.783</b>	<b>107.594</b>	<b>109.605</b>
Pasivos Corrientes	11.000	8.458	13.833	13.597	15.693
Pasivos No Corrientes	27.205	24.939	22.874	25.485	24.057
Pasivos Totales	38.205	33.397	36.707	39.082	39.750
Patrimonio total	55.029	58.466	63.076	68.512	69.855
Patrimonio y Pasivos, Total	<b>93.234</b>	<b>91.863</b>	<b>99.783</b>	<b>107.594</b>	<b>109.605</b>
Deuda Financiera	23.630	17.398	13.713	16.656	14.634

### Antecedentes generales

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

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

Su accionar comprende desde la VII a la XI regiones, zonas en que se concentra la mayor actividad forestal, pesquera y agroindustrial del país. La mayor parte de la carga movilizada por esta filial corresponde a productos forestales.

### Antofagasta Terminal Internacional S.A. (ATI)

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

En 2017, los ingresos de la empresa fueron iguales a US\$ 41,8 millones, cifra que representa una disminución de un 9,3% respecto de 2016. A su vez, a diciembre de 2017, la compañía finalizó con

resultados negativos iguales a US\$ 3,9 millones, lo que significa menores pérdidas que las incurridas en 2016, las cuales alcanzaron los US\$ 5,4 millones.

### **Terminal Puerto Arica S.A. (TPA)**

Es la sociedad encargada de la explotación del Terminal Portuario de la ciudad de Arica. **GEN** tiene un 25% de la propiedad de la compañía, la cual se encuentra actualmente en proceso de venta, en espera de la aprobación de la Fiscalía Nacional Económica.

En 2017, los ingresos de explotación crecieron en 1,2% alcanzando los US\$ 51,3 millones, mientras que la utilidad de la empresa llegó a US\$ 5,7 millones, lo que representa una disminución de 31,6% respecto al período 2016.

### **Angol y Arauco Navigation Ltda.**

Estas sociedades son compañías armadoras con domicilio en Liberia, en las que **GEN** mantiene una participación igual a un 75% en cada una de ellas, mientras que CMC tiene una participación de un 14,6% en cada sociedad.

Angol Navigation comenzó sus operaciones en marzo de 2015, fecha en que recibió la nave porta contenedores de 9.000 TEU de capacidad. A junio de 2018, obtuvo ingresos por US\$ 7,0 millones y utilidades por US\$ 2,5 millones.

Arauco Navigation comenzó sus operaciones en enero de 2015 cuando recibió la nave porta contenedores de 9.000 TEU. A junio de 2018, tuvo ingresos por US\$ 6,2 millones y utilidades por US\$ 2,0 millones.

Ambas naves, Arauco y Angol, fueron arrendadas a Hamburg Süd, actualmente MAERSK, por un plazo de 12 años.

## Análisis financiero de GEN<sup>10</sup>

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

A partir de 2012 se observa una tendencia decreciente en los ingresos. Por un lado, esto se debe a las menores tarifas que el transporte marítimo debió enfrentar entre 2011 y 2012, rubro asociado a CCNI (actual CMC). Por otra parte, desde 2013<sup>11</sup> es posible apreciar los efectos de la venta de los servicios "*liner container*" de CCNI (venta perfeccionada en 2015), a la cual ya se hizo referencia. De esta forma, los ingresos consolidados de la compañía registran una disminución, desde los US\$ 1.500 millones que facturaba

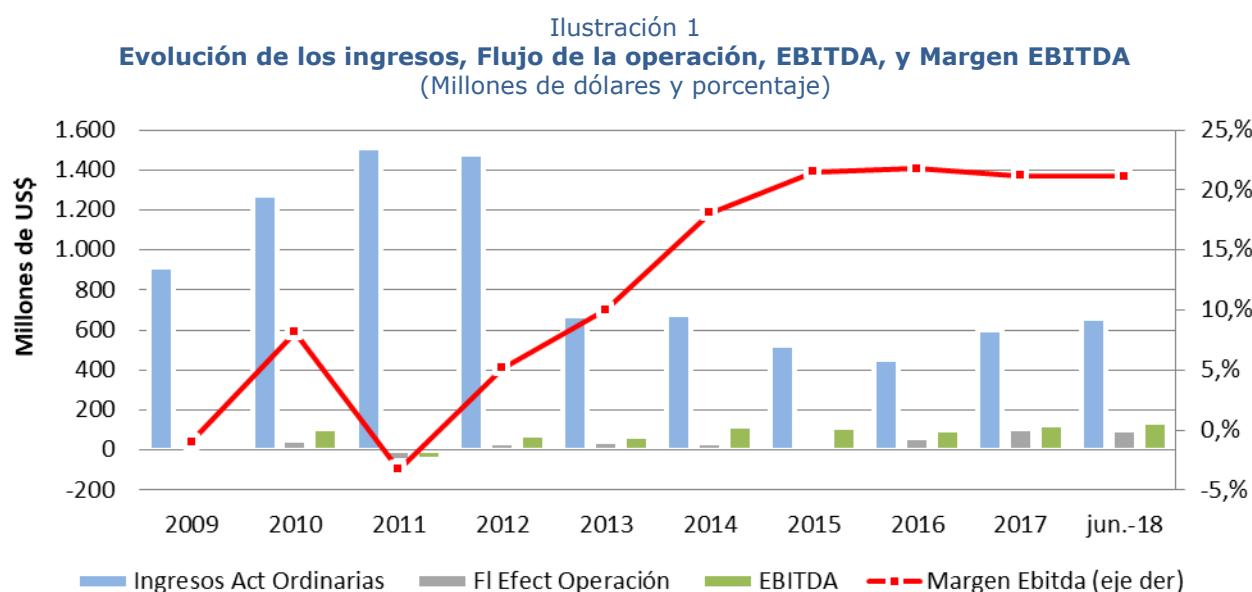
<sup>10</sup> Los datos a 2018 para efectos comparativos en este análisis, se consideran como año móvil de julio 2017 a junio 2018.

<sup>11</sup> La operación de venta del negocio de "*liner container*" se perfeccionó en marzo de 2015, lo que significó descontinuar la totalidad del segmento de negocio de transporte marítimo de contenedores. En sus estados financieros la compañía re-expresó, bajo este nuevo escenario, los estados de resultados de los años 2013 y 2014.

previo a la venta aludida a ingresos del orden de US\$ 521 millones (al cierre de 2015). Esta enajenación no sólo provocó la caída de los ingresos de CMC (ex CCNI), sino que también los ingresos de agenciamiento de Agunsa.

Posteriormente, los ingresos continuaron cayendo en 2016, pero esta tendencia comienza lentamente a revertirse a partir del año 2017, alcanzando en el año móvil finalizado en junio de 2018 los US\$ 656 millones, en tanto los flujos de efectivo de la operación llegaron a los US\$ 101 millones a la misma fecha.

El margen EBITDA de la compañía se ha estabilizado los últimos años en niveles en torno al 20%, mostrando valores muy superiores a los que exhibía previo a la enajenación del negocio de transporte de contenedores, donde en algunos períodos incluso se registraron valores negativos (como ocurrió el año 2011). Para el año móvil finalizado en junio de 2018 este indicador alcanzó un valor de 21,1%.



## Evolución del endeudamiento y la liquidez

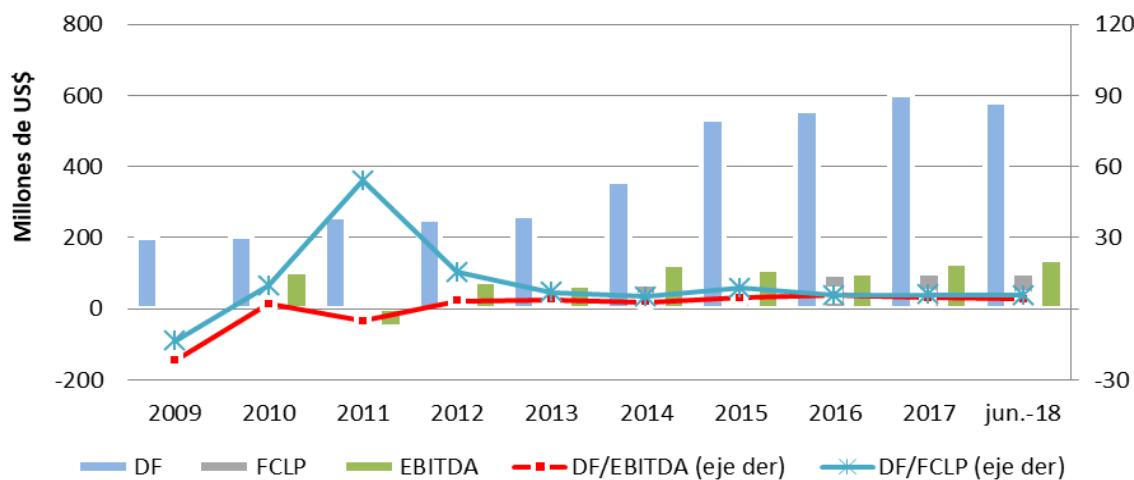
Al 30 de junio de 2018, los pasivos financieros consolidados de **GEN** alcanzaban a US\$ 580,2 millones, lo que significa una disminución de 3,8% respecto de diciembre de 2017, tal como se muestra en Ilustración 2. Un 13,5% de esta deuda proviene de los compromisos de CMC, un 22,7% de los pasivos de Agunsa, un 8,3% de Arauco Navigation, un 7,8% de Angol Navigation y un 12,7% de las obligaciones individuales de la matriz.

La deuda financiera consolidada corresponde en un 84,3% a obligaciones con bancos, 6,2% a arrendamientos financieros, 0,8% a instrumentos derivados y 8,7% a los bonos emitidos en 2011. La porción corriente de la deuda financiera alcanzaba a un 19,5% del total de las obligaciones financieras.

A pesar del incremento del endeudamiento financiero, tanto por la compra de las naves para cumplir con los contratos de arriendo como por los recursos necesarios para la materialización de las OPAs, la mayor generación de EBITDA registrada a partir del año 2017 permitió que la relación deuda financiera sobre

EBITDA cayera desde el valor de 5,6 veces en diciembre de 2016, a 4,2 veces a junio de 2018.<sup>12</sup> A su vez, el Flujo de Caja de Largo Plazo<sup>13</sup> (FCLP), que, por construcción metodológica, presenta menores oscilaciones que el EBITDA, lleva a un indicador Deuda Financiera/FCLP de 5,7 veces a junio 2018 (5,9 en diciembre 2017 y 5,8 en diciembre 2016). Con todo, estos valores son inferiores al 8,7 registrado en diciembre de 2015. Por otra parte, si se excluyen tanto el endeudamiento como el EBITDA asociado al negocio de fletamiento de naves, la relación DF/EBITDA se sitúa en torno a las 3,8 veces.

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

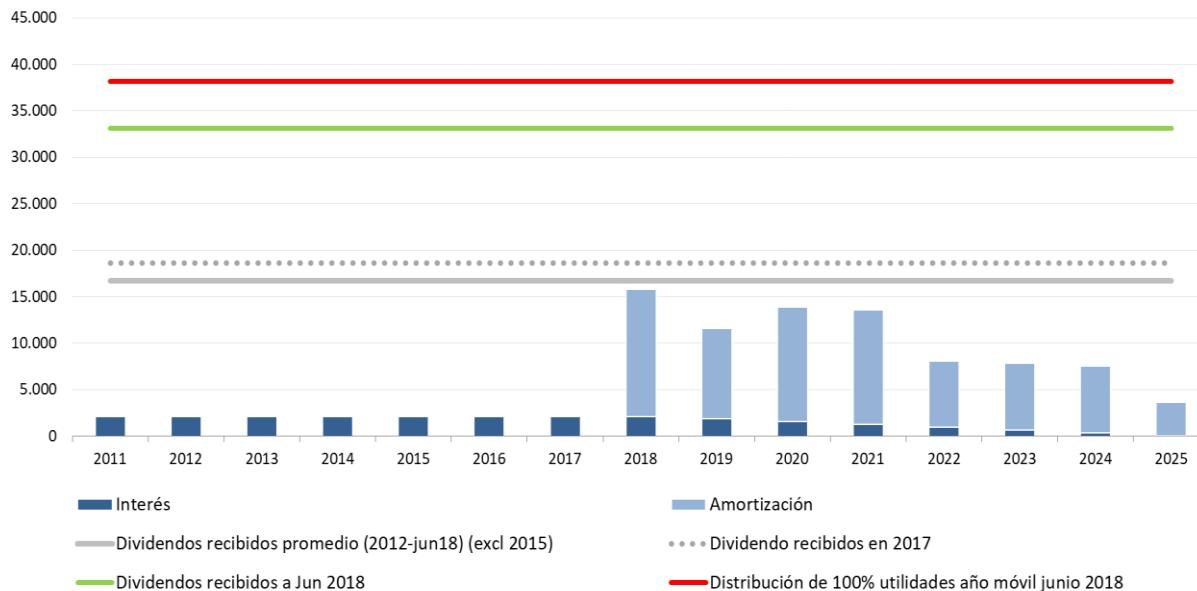


El gráfico de la Ilustración 3 muestra el perfil de vencimientos de los pasivos financieros de **GEN** comparado con los dividendos recibidos por sus filiales. Se aprecia que, considerando los dividendos recibidos en promedio en el período 2009-2018 (excluyendo los dividendos extraordinarios de 2015 asociados a la venta de CCNI), la compañía puede hacer frente a la totalidad de sus vencimientos. Lo mismo ocurre al considerar los dividendos recibidos a junio de 2018, los cuales serían suficientes para cubrir todos los pagos. De acuerdo a lo señalado por la empresa, la administración se encuentra abocada a disponer de los recursos para disminuir el endeudamiento del grupo mediante la enajenación de activos. Con todo, en el caso que las filiales operativas distribuyeran la totalidad de las utilidades registradas, en el año móvil finalizado en junio de 2018, la proporción recibida por la matriz permitiría enfrentar con holgura el pago de los vencimientos del bono.

<sup>12</sup> Este indicador podría reducirse en el futuro en caso que se concrete la enajenación del Termina Puerto Arica y esos recursos sean destinados a la reducción de los pasivos financieros del emisor. En caso de concretarse, esta situación podría impactar favorablemente en su clasificación de riesgo.

<sup>13</sup> El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

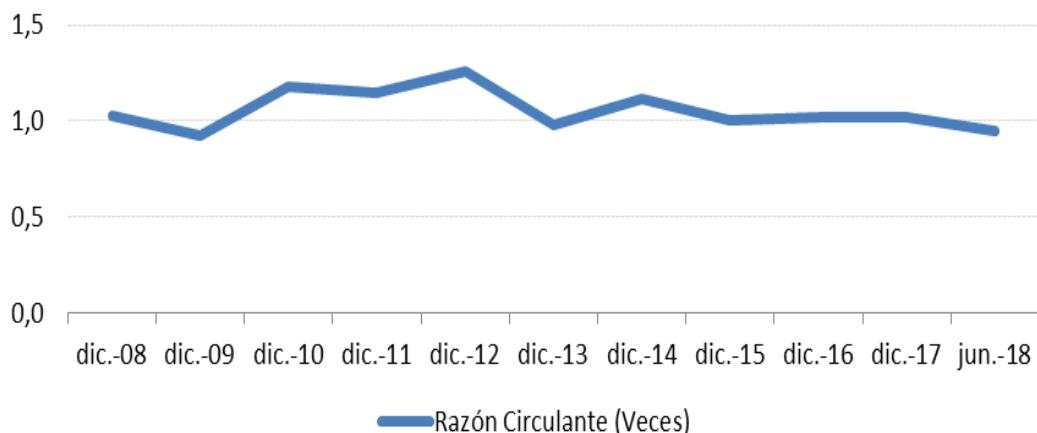
Ilustración 3  
**Perfil de vencimientos de GEN y reparto de dividendos de las filiales**  
(Miles de dólares)



La liquidez de **GEN**, medida a través de la razón circulante (activos corrientes sobre pasivos corrientes), mostró durante 2009 un valor inferior a la unidad. Posteriormente, presentó una recuperación, hasta situarse en niveles cercanos a 1,2 veces. A partir de 2013, sin embargo, ha fluctuado en torno a la unidad, situándose en junio de 2018 en un valor de 0,95 veces.

A nivel de filiales, la liquidez de Agunsa a junio de 2018 fue igual a 1,1 veces, mientras que para CMC finalizó en 0,58 veces.

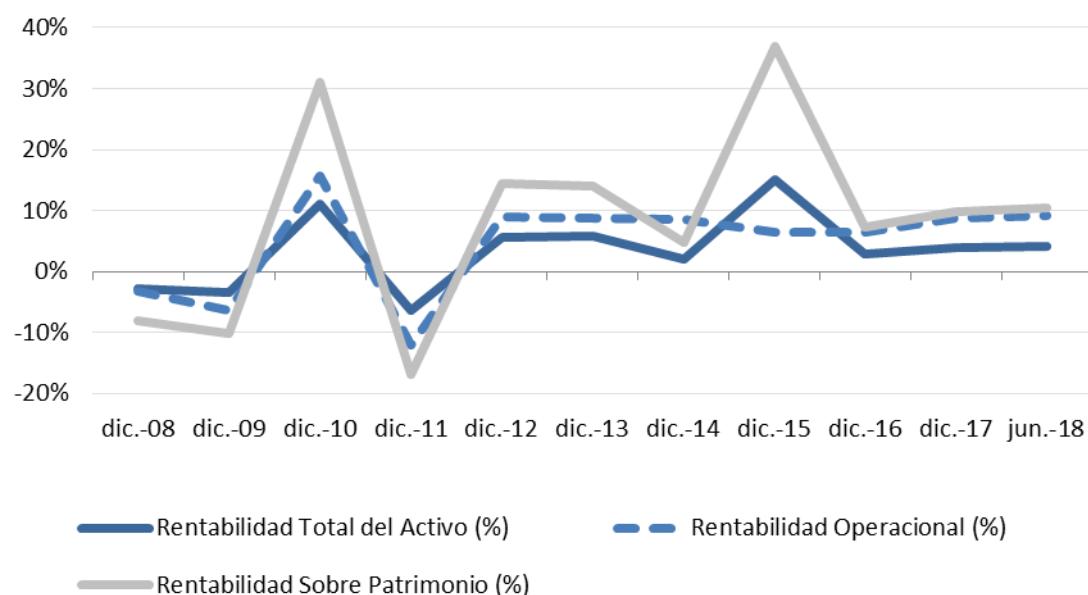
Ilustración 4  
**Evolución de la liquidez**  
(Veces)



## Evolución de la rentabilidad<sup>14</sup>

La rentabilidad de la empresa estuvo influida, principalmente, por los resultados obtenidos por la filial CMC (y, antes de la enajenación de la línea de negocios "liner container", por los resultados obtenidos por CCNI), la que constituye la segunda mayor proporción del patrimonio consolidado de **GEN** (después de Agunsa). Como consecuencia, la rentabilidad de activos y del patrimonio fue muy volátil hasta la enajenación de CCNI. Con posterioridad a 2015, por lo tanto, las diferentes medidas de rentabilidad tienden a estabilizarse, como se puede apreciar en la Ilustración 5.

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

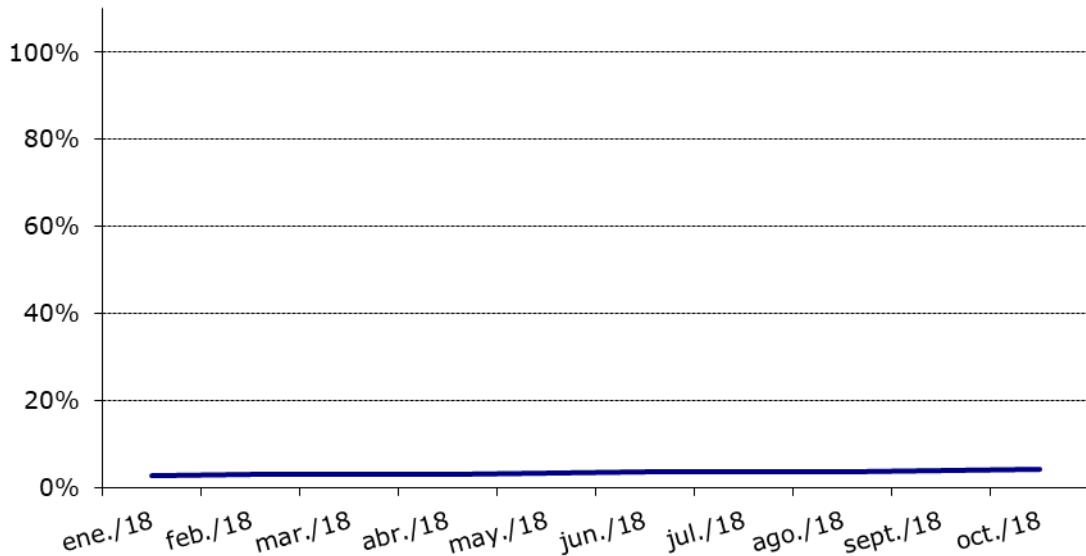


## Acciones

A continuación, se presenta el comportamiento de las acciones de la compañía a octubre de 2018, en términos de presencia promedio (días en que los montos transados superaron las UF 200). Si bien, la presencia promedio de la acción de **GEN** a comienzos de 2012 superaba el 30%, actualmente alcanza un 4,3%.

<sup>14</sup> Rentabilidad total del activo= utilidad del ejercicio / activos promedio (descontados los activos en ejecución); Rentabilidad operacional = resultado operacional / (activos corrientes, promedio + propiedades planta y equipo, promedio); Rentabilidad patrimonio=utilidad del ejercicio / patrimonio total promedio.

Ilustración 6  
**Presencia Promedio**  
(%)



## Línea de bonos

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

### Características de la línea de bonos

Nº y fecha de inscripción	659 del 12-04-2011
Monto máximo línea	UF 2.000.000
Moneda de emisión	Unidades de fomento
Plazo vencimiento	30 años
Otros	El emisor podrá renunciar a la parte no colocada de la línea mediante escritura pública, reduciendo el total de la línea al monto colocado.

### Características de los bonos serie A

Monto colocado	UF 1.200.000
Tasa de interés	4,2%
Vencimiento	16-02-2025

<b>Covenants financieros</b>	
Nivel de Endeudamiento Individual GEN	Inferior a 0,6 veces (0,21 veces a Junio 2018)
Nivel de Endeudamiento Individual CMC	Inferior a 2,25 veces (0,95 veces a Junio 2018)
Nivel de Endeudamiento Individual AGUNSA	Inferior a 1,5 veces (0,80 veces a Junio 2018)
Nivel de Endeudamiento Individual Portuaria Cabo Froward	Inferior a 1,35 veces (0,11 veces a Junio 2018)
Cobertura Individual de Servicio de Deuda	Superior a 2,0 veces (2,76 veces a Junio 2018)
Patrimonio mínimo	Superior a US\$ 175 millones (US\$ 475 millones a Junio 2018)

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