



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

A n a l i s t a s

José Manuel Eléspuru P.

Carlos García B.

Tel. (56) 22433 5200

jose.elespuru@humphreys.cl

carlos.garcia@humphreys.cl

Grupo Empresas Navieras S.A.

Diciembre 2019

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categorías de riesgo

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de bonos y bonos Tendencia	A- Estable
Acciones (NAVIERA) Tendencia	Primera Clase Nivel 3 Estable
EEFF base	30 septiembre 2019 ¹

Número y fecha de Inscripción de emisiones de deuda

Línea de bonos Serie A (BNAVI-A)	Nº 659 de 12.04.2011 Primera Emisión
Línea de bonos	Nº 983 de 26.11.2019

Estado de Resultados Consolidado IFRS

M US\$	2014	2015	2016	2017	2018	Ene-Sep 2018	Ene-Sep 2019
Ingresos de actividades ordinarias	680.751	521.181	456.132	603.664	637.250	472.931	480.934
Costo de ventas	-561.674	-409.491	-341.320	-465.542	-494.779	-368.818	-372.524
Ganancia bruta	119.077	111.690	114.812	138.122	142.471	104.113	108.410
Gastos de administración	-75.162	-65.511	-57.738	-59.604	-58.020	-42.873	-42.688
Resultado operacional	53.852	47.693	54.564	79.351	76.151	59.727	71.892
Costos financieros	-17.996	-22.395	-24.944	-26.717	-31.917	-23.726	-22.461
Utilidad del ejercicio	17.242	151.220	33.588	45.934	49.955	42.665	41.089
EBITDA²	123.031	112.158	99.335	127.824	147.244	117.306	117.105

¹ El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 30 de junio de 2019. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 30 de septiembre de 2019, 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.

² 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\$	2014	2015	2016	2017	2018	sept-19
Activos corrientes	354.152	218.167	197.595	222.407	229.603	210.169
Activos no corrientes	632.998	897.255	966.759	991.245	974.446	972.297
Total activos	987.150	1.115.422	1.164.354	1.213.652	1.204.049	1.182.466
Pasivos corrientes	317.524	217.537	193.352	218.658	295.239	223.945
Pasivos no corrientes	302.929	447.310	506.431	533.833	495.577	435.915
Pasivos totales	620.453	664.847	699.783	752.491	719.522	731.154
Patrimonio total	366.697	450.575	464.571	461.161	484.527	451.312
Patrimonio y pasivos, total	987.150	1.115.422	1.164.354	1.213.652	1.204.049	1.182.466
Deuda financiera	356.758	531.879	555.442	603.076	562.543	574.259

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 Froward S.A. (Froward, administración de puertos) y Talcahuano Terminal Portuario S.A. (TTP, puerto). Además, participa directamente en las sociedades Antofagasta Terminal Internacional S.A.

Indirectamente, a través de Agunsa, tiene presencia en las concesiones de los aeropuertos de Calama, La Serena, Punta Arenas, Puerto Montt y recientemente en Arica. 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, cada una de ellas propietaria de una nave porta contenedores de 9.000 TEU.

En junio de 2019, **GEN** presentó ingresos consolidados, en términos anualizados, por US\$ 638 millones y un EBITDA de US\$ 139 millones. A la misma fecha, la deuda financiera consolidada alcanzaba los US\$ 545 millones, con un patrimonio total de US\$ 495 millones. De acuerdo con estas cifras, la relación deuda financiera sobre EBITDA alcanza 3,9 veces. Asimismo, la relación deuda financiera sobre FCLP llega a 5,9 veces a junio de 2019.

La clasificación de riesgo asignada a los títulos de deuda de la compañía en "*Categoría A-*", se sustenta en la experiencia del grupo, en el giro propio de sus filiales y su focalización en negocios asociados con el transporte y la logística. También se reconoce el que **GEN** sea la controladora de sus principales inversiones, Agunsa, Froward y CMC, lo que le permite determinar su política de dividendos y con ello los flujos que recibe por este

concepto, pudiendo, por tanto, adaptar dicha política a las necesidades del momento, en particular para el pago de sus propios compromisos financieros.

Adicionalmente, se 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\$ 219 millones, según el precio en bolsa promedio de los últimos doce meses. Esta cifra corresponde a 3,9 veces la deuda financiera individual del emisor.

A su vez, se considera la consolidación de su modelo de negocio, lo cual se refleja en sus ingresos y resultados de los últimos años. En ese sentido, destaca 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. Asimismo, se valora la evolución que han tenido sus principales filiales, lo que impacta positivamente en la diversificación de los dividendos percibidos por la matriz.

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 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, la cual durante los años siguientes fue subsanada presentando un buen rendimiento financiero.

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.

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.

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, aun cuando este riesgo se reduce por el incremento en la propiedad de **GEN** en sus filiales operativas lo que le permite acceder en forma más expedita a estos flujos.

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 arriendo, donde, si bien las tarifas están fijadas por contrato, es necesario seguir con atención la solvencia de los arrendatarios, en este caso Enap y Maersk; 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 4,3 veces en diciembre de 2018 y 3,91 veces en junio de 2019. Sin embargo, excluyendo el endeudamiento y EBITDA asociado al negocio de fletamento de naves, este indicador es cercano a 3,2 veces.

La clasificación de riesgo podría presentar una disminución en el caso que las filiales deterioren 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

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

Fortalezas complementarias

- Sinergia en el negocio de las filiales.
- Adecuada y estable generación de flujos (vía dividendos de las filiales Agunsa y Froward).

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 (baja probabilidad de manifestarse y susceptible de ser administrado).
- Exposición al debilitamiento comercial y financiero de Agunsa (baja probabilidad de ocurrencia, pero con elevado impacto).
- Exposición al debilitamiento comercial y financiero de Cabo Froward (baja probabilidad de ocurrencia, con bajo impacto).
- Exposición al tipo de cambio y tasa de interés (riesgo administrable).
- 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).

Hechos recientes

Resultados a 2018

Al 31 de diciembre de 2018, **GEN** generó ingresos consolidados por US\$ 637,3 millones³ y un EBITDA por US\$ 147,2 millones. Los ingresos aumentaron un 5,6% respecto del mismo período de 2017, explicado principalmente por el aumento de los segmentos de Concesiones (2,84%) y Logística (2,10%)⁴.

En este periodo, los ingresos de la filial Agunsa aumentaron un 7,1% alcanzando los US\$ 489,5 millones, mientras que el EBITDA finalizó en US\$ 67,7 millones, lo que significa un aumento de 9,7% respecto del año anterior, esto explicado por aumentos en todas sus líneas de negocio. La deuda financiera de Agunsa finalizó el periodo en US\$ 196,5 millones, un 6,6% mayor a lo exhibido a fines de 2017.

Por su parte, en 2018 los ingresos de la filial CMC cayeron un 11,2% respecto de 2017, esto debido principalmente al termino del servicio de transporte de vehículos en abril de 2018. Por otra parte, la empresa ha continuado con la mejora en los costos, los cuales, como proporción de los ingresos, han caído desde un

³ La suma de los ingresos individuales es mayor a la consolidada, dadas las ventas entre filiales, aunque en una proporción muy pequeña.

⁴ Según segmentación presentada por la compañía en Estados Financieros y Análisis Razonado.

77,9% en 2014 a un 57,1% en 2018. El EBITDA de esta filial cayó a un 8,4%. Finalmente, CMC experimentó utilidades por US\$ 9,6 millones.

La deuda financiera de CMC se redujo desde US\$ 199,6 millones que exhibía en 2017, a US\$ 177,2 millones en 2018.

Los ingresos de la filial Froward aumentaron en 14,7% respecto del año anterior, mientras que la relación entre costo de venta e ingresos pasó de 55,9% en 2017 a 52,8% en 2016; mientras el EBITDA de la empresa creció un 13,9% en el mismo período. Finalmente, la utilidad de Froward disminuyó levemente desde US\$ 12,1 millones en 2017 a US\$ 12,0 millones en 2018. Por su parte, la deuda financiera de Froward aumentó un 3,6% a US\$ 17,3 millones.

Considerando los resultados antes descritos de las filiales, en 2018 **GEN** obtuvo un resultado de explotación de US\$ 76,2 millones, lo que significa una disminución de 4,0% respecto del año anterior. El EBITDA, por su parte, alcanzó a US\$ 147,2 millones, lo que representa un aumento de 15,2% en comparación con el año anterior.

Resultados a junio de 2019

Al junio de 2019, **GEN** generó ingresos por US\$ 325,9 millones y un EBITDA por US\$ 83,4 millones. El primero de estos indicadores presenta un crecimiento de 0,32% respecto del mismo período de 2018, explicado, principalmente, por un aumento del segmento de logística, como consecuencia del aumento de las operaciones de almacenaje, distribución y transporte. En cuanto al EBITDA consolidado de **GEN** aumentó en 8,9% en el período considerado. Cabe mencionar que se concretó la venta de la participación que mantenía **GEN** en la sociedad Terminal Puerto Arica S.A.

Agunsa presentó un incremento de sus ingresos en un 2,5%, alcanzando una ganancia bruta de US\$ 40,6 millones, en tanto que el EBITDA aumentó desde los US\$ 33,9 millones en junio de 2018 a US\$ 35,5 millones en el mismo período de 2019, equivalente a un alza de 4,7%. Este aumento se debió principalmente al alza de los ingresos de todas las líneas del negocio. La deuda financiera de Agunsa creció en 1,9% en junio de 2019 respecto a diciembre de 2018, llegando a US\$ 200 millones.

Los ingresos de CMC disminuyeron en 11,6%, llegando a US\$ 31,6 millones, mientras que los costos de ventas bajaron en un 11,0%, con lo cual la relación de costo de venta sobre ingresos se mantuvo relativamente estable, pasando de 58,6% en junio de 2018 a 59,0% en el mismo período de 2019. A su vez, el margen bruto de la compañía registró una disminución de 12,4% llegando a US\$ 12,9 millones. El EBITDA de la empresa llegó a US\$ 17,1 millones, lo que representa una baja de un 10,1% respecto de lo registrado en junio de 2018. La deuda financiera de CMC pasó de US\$ 177,2 millones en 2018 a US\$ 173,0 millones a junio de 2019.

Por su parte, los ingresos de explotación de Froward disminuyeron un 8,1%, llegando a US\$ 25,4 millones en el primer semestre de 2019, explicado principalmente por la disminución en el tonelaje transferido. La relación costo de venta sobre ingresos exhibió un aumento, pasando desde un 52,4% (en junio de 2018) a 53,7% (en

junio de 2019). De esta manera, la ganancia bruta disminuyó un 10,6% comparando los meses de junio de 2018 y 2019.

Por su parte, el EBITDA de Froward disminuyó a US\$ 11,2 millones, lo que representa una disminución de 9,7% respecto al registrado en junio de 2018. La deuda financiera de Froward disminuyó un 10,9% en junio de 2019 respecto de diciembre de 2018.

Definición categorías de riesgo

Categoría A

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

“-”: Corresponde a los títulos de deuda con mayor 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 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 una de las fortalezas de **GEN** y de sus filiales. Éstas han servido como activo para hacer frente a los períodos de contracción del negocio que en el pasado tuvo que enfrentar con su filial CCNI (actual CMC). Si bien **GEN** data del año 1983, sus principales filiales, CMC (ex CCNI) y Agunsa, tienen 89 años y 59 años de historia respectivamente, habiendo operado en distintos ciclos económicos y políticos.

Mix de inversiones: El conjunto de inversiones de la compañía contribuye a la diversificación de los ingresos del emisor. En los últimos dos años, según los datos del emisor, los dividendos provenientes de Agunsa han representado cerca de un 21,2% del total recibido por **GEN**, mientras que los de CMC y Froward han sido un 16,5% y un 18,1% respectivamente, reflejando una menor dependencia de Agunsa, a diferencia de años anteriores. Se destaca la estabilidad en los márgenes e ingresos presentada por Agunsa y Portuaria Cabo

Froward; 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.

Control de la política de dividendos: **GEN** es controlador de CMC, Agunsa y Portuaria Cabo Froward, lo que le permite decidir cuál será el porcentaje de utilidades a repartir como dividendos por sobre el 30% del mínimo legal, pudiendo adaptar este porcentaje a sus necesidades de caja y a los requerimientos de flujos de las mismas filiales. Actualmente, la empresa controla el 97,8% de CMC, el 98,1% 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\$ 38,8 millones, siendo los más altos en 2019 **GEN**.

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, Puerto Montt y la reciente concesión adjudicada de Arica, 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.

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\$ 222 millones, CMC (ex CCNI) de US\$ 86 y Froward de US\$ 88 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 (Agunsa) y la actividad portuaria (Portuaria Cabo Froward y ATI, TPM y TTP). 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 2019, el 100% de los ingresos de esta filial provienen del negocio de arrendamiento, el cual presenta una considerable estabilidad de los ingresos, puesto que corresponde a contratos de arriendo a plazo con cánones preestablecidos. Sin embargo, aun cuando los arrendatarios son empresas solventes, no se puede descartar incumplimiento de alguno de ellos toda vez que los contratos individuales asciende a montos anuales que fluctúan entre los US\$ 7 millones y US\$ 14 millones

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 5,1 veces a junio de 2019 anualizado. 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. Cabe mencionar que este riesgo está atenuado por el bajo riesgo crediticio de Enap y Maersk, además de los resguardos provenientes de los respectivos contratos.

Riesgos asociados a Agunsa: La privatización parcial de los puertos chilenos, adjudicados por empresas que constituyen competencia directa para Agunsa, podría desfavorecer a la compañía en el mediano o largo plazo. También se debe considerar la 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.

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 de 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 94% de sus ingresos en dólares, mientras que un 88% de los costos están en pesos chilenos. Para el caso de CMC, el 89,6% de sus ingresos está en dólares y el 75,4% 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).

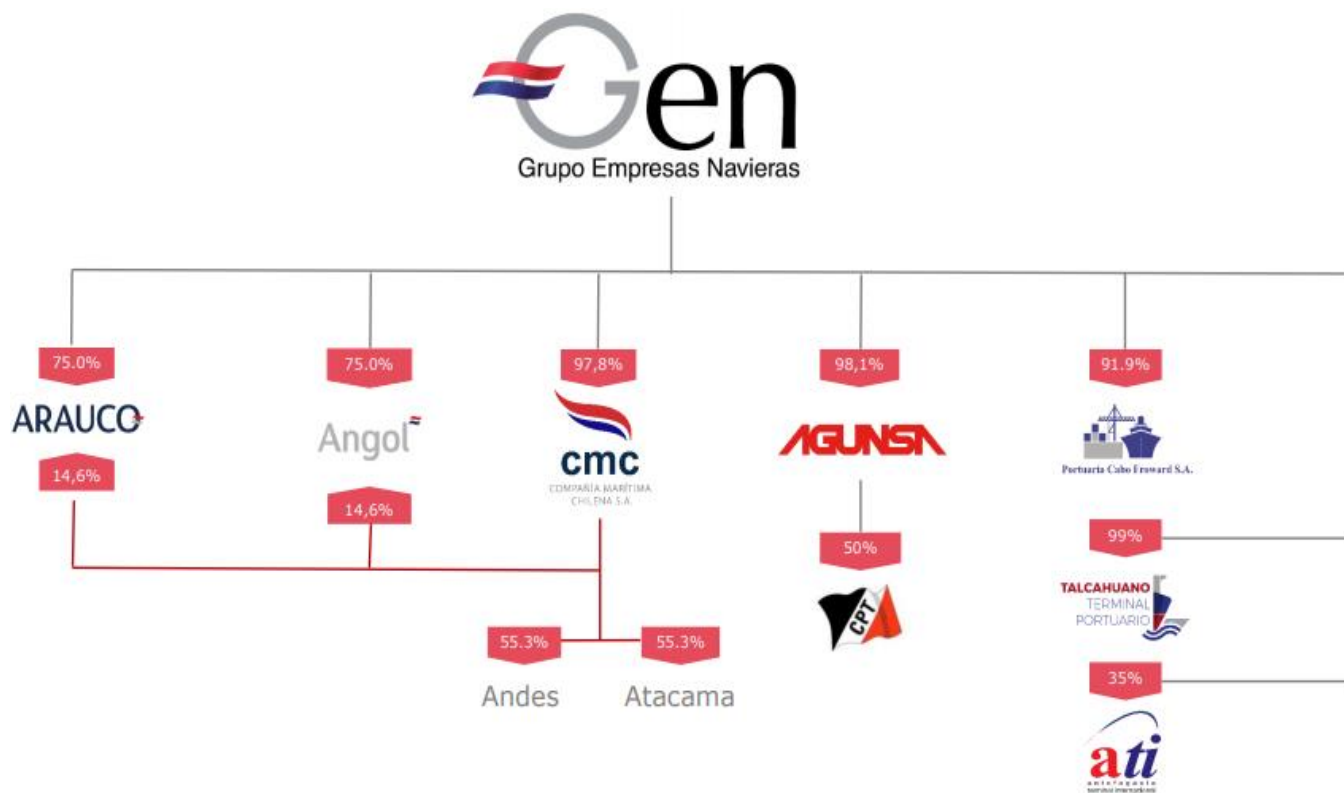
Antecedentes generales

La compañía

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

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.

Estructura societaria



Composición de flujos.

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

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

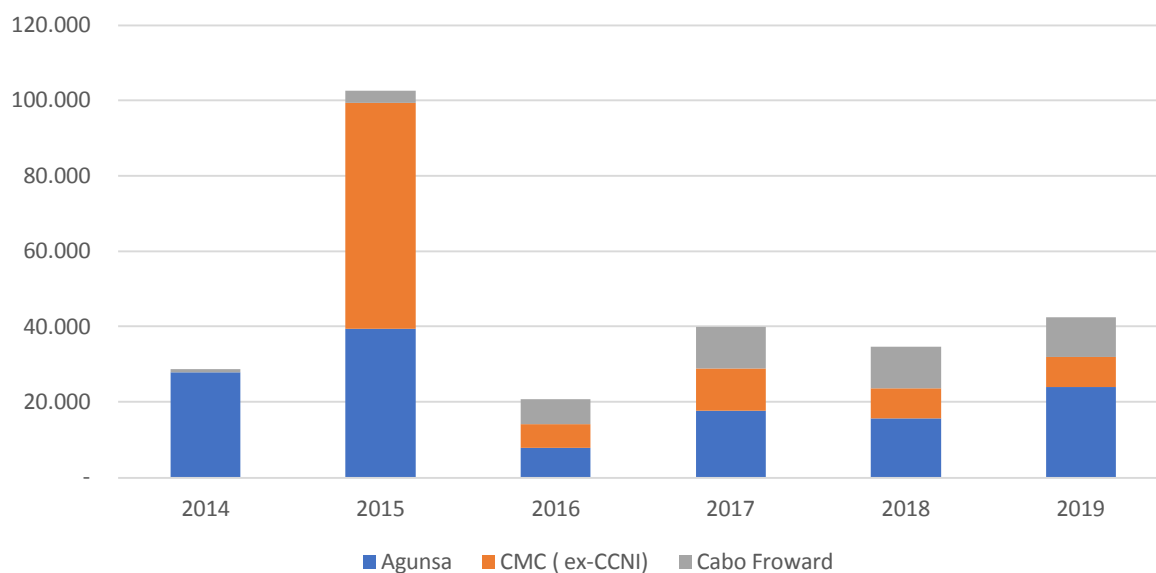
- Negocio armador: Compuesto por servicios de arrendamiento de naves para cabotaje y transporte marítimo internacional , además de la administración de las mismas. Cabe mencionar que las filiales que participan en este segmento son CMC, Arauco, Angol, Andes y Atacama; tanto Andes como Atacama consolidan por medio de CMC, a lo anterior también se suma CPT, filial de Agunsa.
- Negocio de agenciamiento: se prestan servicios como el de agenciamiento general, agenciamiento de naves, servicios de documentación y administración de contenedores, buking en puertos en que Agunsa esté presente y servicios prestados por equipos marítimos.
- Concesiones y terminales de aeropuertos: Concesiones terminales aéreas donde se prestan servicios integrales en torno a las cargas, pasajeros, terminales y transportes de comercio internacional. En este segmento de negocio opera Agunsa por medio de sus concesiones en los aeropuertos de La Serena, Calama, Punta Arenas, Puerto Montt y Arica.
- Logística: comprende servicios como transporte, almacenaje, distribución, venta y arriendo de contenedores, servicios de carga realizados con los equipos terrestres. En este segmento opera Agunsa.
- Operación y concesiones de puertos: Este segmento se encarga de la administración, operación, mantención y gestión comercial de terminales portuarios nacionales y extranjeros. En este segmento operan las filiales Agunsa, a través de TPM (Terminal Portuario de Manta, Ecuador) y FIT (Florida International, USA), Froward, a través de sus terminales Coronel y Calbuco, ATI (Antofagasta Terminal International) y TTP (Talcahuano Terminal Portuario).

En la Ilustración 1 se puede ver la evolución de los dividendos que podría recibir **GEN** en el caso de que sus filiales repartieran el 100% de sus utilidades (ajustado por la participación que posee **GEN**). Como se puede

observar en la Ilustración las utilidades de sus principales filiales desde 2017 a junio de 2019 presentan un comportamiento relativamente estable.

Para el caso del año 2015 el monto de las utilidades de las filiales es mucho mayor a los demás años analizados principalmente por la influencia de la venta de CCNI lo cual reporto utilidades que no se condicen con la normalidad.

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



Filiales y coligadas

Compañía Marítima Chilena (CMC, continuadora de CCNI)

CCNI: Estado de Resultados Consolidado IFRS							
M US\$	2014	2015	2016	2017	2018	jun-19	Ene-Jun 2018
Ingresos de Actividades Ordinarias	90.768	94.991	90.703	75.383	66.915	62.789	35.688
Costo de ventas	-70.739	-71.453	-	-44.076	-38.212	-35.913	-20.925
Ganancia Bruta	20.029	23.538	28.044	31.307	28.703	26.876	14.763
Gastos de administración	-2.749	-6.934	-6.119	-5.083	-5.375	-5.058	-2.925
Resultado operacional	14.978	17.152	21.455	27.553	23.589	21.776	11.957
Costos financieros	-1.818	-5.406	10.866	-11.864	-12.635	-12.379	-6.320
Utilidad del Ejercicio	-	80.802	8.428	13.438	9.594	8.462	5.364
EBITDA	15.668	21.200	30.069	39.013	37.603	35.877	18.864

CMC (Ex - CCNI): Balance General Consolidado IFRS					
M US\$	2015 (CCNI)	2016	2017	2018	Jun-19
Activos Corrientes	50.718	47.432	31.177	18.1499	20.066
Efectivo y equivalentes	32.444	37.819	21.259	11.915	12.970
Activos No Corrientes	266.841	325.989	368.467	356.2.34	349.011
Total Activos	317.559	373.421	399.644	374.433	369.077
Pasivos Corrientes	38.843	28.909	32.939	33.549	57.654
Pasivos No Corrientes	108.775	165.506	178.189	153.856	124.948
Pasivos Totales	147.618	194.415	211.128	187.405	182.602
Patrimonio total	169.941	179.006	188.516	187.028	186.475
Patrimonio y Pasivos, Total	317.559	373.421	399.644	374.433	369.077
Deuda Financiera	133.090	183.257	199.607	177.159	172.986

Antecedentes generales

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

Durante febrero de 2015, se materializó la operación de venta del negocio de "*liner container*" de CCNI a Hamburg Süd, . Considerando que este traspaso incluye la transferencia de la marca, logo y nombre de CCNI, el 28 de abril de 2015, se aprobó la modificación de la razón social de "Compañía Chilena de Navegación Interoceánica S.A." (CCNI) a "Compañía Marítima Chilena S.A." (CMC).

Actualmente, la Compañía tiene por objeto: i) la explotación del negocio armatorial, que incluye la compra, la venta, el fletamento y la administración de naves y ii) el transporte marítimo.

A junio de 2019, la totalidad de los ingresos de CMC provinieron del negocio de fletamento, el que presenta una considerable estabilidad de los ingresos, puesto que corresponde a contratos de arriendo a plazo con cánones preestablecidos.

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 filiales controladas por CMC con un 55,3%, y otras dos a través de las filiales Angol y Arauco, sociedades donde CMC tiene una participación del 14,6% en cada una, mientras que **GEN** mantiene el 75% de la propiedad de estas sociedades).

Adicionalmente, 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 10,1 veces al año móvil finalizado en junio de 2019.

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 0,9 veces a junio de 2019.

Agencias Universales S.A. (Agunsa)

AGUNSA: Estado de Resultados Consolidado IFRS						
M US\$	2015	2016	2017	2018	Ene-Jun 2018	Ene-Jun 2019
Ingresos de Actividades Ordinarias	403.975	311.682	457.203	489.498	247.256	253.332
Costo de ventas	-342.373	-260.534	-386.482	-417.675	-212.202	-212.691
Ganancia Bruta	61.602	51.148	70.721	71.823	35.054	40.641
Gastos de administración	-49.274	-42.317	-44.843	-41.686	-21.194	-20.886
Resultado operacional	50.935	6.413	25.183	27.470	12.700	19.202
Costos financieros	-9.435	-6.956	-7.109	-11.188	-5.215	-5.523
Utilidad del Ejercicio	56.316	11.317	21.839	19.313	8.758	13.883
EBITDA	129.840	43.886	61.101	67.647	33.982	35.454

AGUNSA: Balance General Consolidado IFRS					
M US\$	2015	2016	2017	2018	Jun-19
Activos Corrientes	155.645	133.923	158.089	175.337	155.603
Efectivo y equivalentes	19.213	25.687	35.530	28.044	28.669
Activos No Corrientes	327.993	338.630	348.208	343.857	364.754
Total Activos	483.638	472.553	506.297	519.194	520.357
Pasivos Corrientes	152.297	130.854	136.844	141.283	135.303
Pasivos No Corrientes	139.367	153.838	164.297	174.083	177.520
Pasivos Totales	291.664	284.692	301.141	315.366	312.823
Patrimonio total	191.974	187.861	205.156	203.828	207.534
Patrimonio y Pasivos, Total	483.638	472.553	506.297	519.194	520.357
Deuda Financiera	193.669	176.848	184.337	196.501	200.160

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 más de 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, Punta Arenas, Puerto Montt y recientemente Arica.

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

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 de la empresa bajó un 66% 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 un 10,7% en 2018 con respecto a 2017. A junio de 2019 la compañía presenta ingresos por US\$ 253,3 millones, lo que implica un incremento de un 2,5%.

Portuaria Cabo Froward S.A.

CABO FROWARD: Estado de Resultados Consolidado IFRS						
M US\$	2015	2016	2017	2018	Ene-Jun 2018	Ene-Jun 2019
Ingresos de Actividades Ordinarias	25.625	41.105	44.284	50.777	21.197	27.596
Costo de ventas	-15.083	-23.979	-24.747	-26.834	-11.147	-14.460
Ganancia Bruta	10.542	17.126	19.537	23.943	10.050	13.136
Gastos de administración	-3.264	-4.043	-4.878	-4.851	-2.300	-2.794
Resultado operacional	8.585	13.472	14.569	19.027	7.676	10.320
Costos financieros	-874	-671	-665	-947	-359	-446
Utilidad del Ejercicio	4.823	10.030	12.064	12.015	5.988	7.090
EBITDA	11.805	18.799	2.006	22.796	12.369	11.172

CABO FROWARD: Balance General Consolidado IFRS					
M US\$	2015	2016	2017	2018	jun-19
Activos Corrientes	9.652	12.352	16.240	13.370	11.216
Efectivo y equivalentes	2.944	5.452	8.273	2.752	4.562
Activos No Corrientes	82.211	87.431	91.354	114.913	115.140
Total Activos	91.863	99.783	107.594	128.283	126.356
Pasivos Corrientes	8.458	13.833	13.597	14.520	15.877
Pasivos No Corrientes	24.939	22.874	25.485	27.091	24.891
Pasivos Totales	33.397	36.707	39.082	41.611	40.768
Patrimonio total	58.466	63.076	68.512	73.302	74.372
Patrimonio y Pasivos, Total	91.863	99.783	107.594	114.913	115.140
Deuda Financiera	17.398	13.713	16.656	17.252	15.367

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.

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

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

Angol comenzó sus operaciones en marzo de 2015, fecha en que recibió la nave porta contenedores de 9.000 TEU de capacidad. A diciembre de 2018, obtuvo ingresos por US\$ 14,2 millones y utilidades por US\$ 6,2 millones, siendo un 0,66% inferior y un 1,44% superior al 2017 respectivamente.

Arauco comenzó sus operaciones en enero de 2015 cuando recibió la nave porta contenedores de 9.000 TEU. A diciembre de 2018, tuvo ingresos por US\$ 12,5 millones y utilidades por US\$ 4,7 millones, siendo un 1,5% y un 7,9% superior a lo presentado en 2017.

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

Análisis financiero de GEN⁵

Evolución de los ingresos y EBITDA

Desde 2014⁶ 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 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. Con todo, el EBITDA y el flujo de la actividad de la operación, salvo en 2015, se ve favorecido.

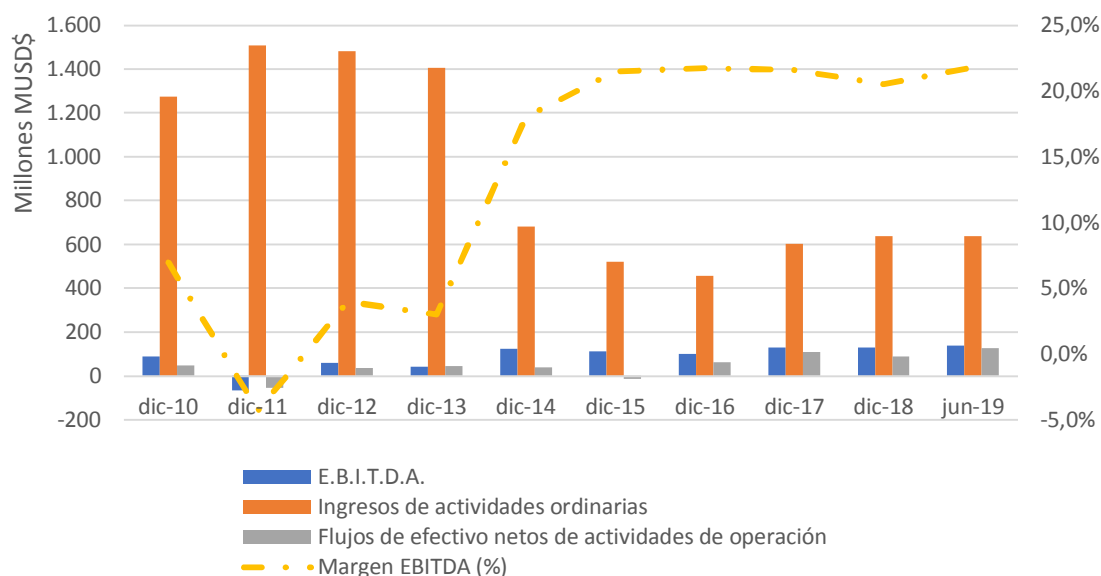
Posteriormente, los ingresos continuaron cayendo en 2016, pero esta tendencia comienza lentamente a revertirse a partir del año 2017, alcanzando en el año móvil finalizado en junio de 2019 los US\$ 638 millones, en tanto los flujos de efectivo de la operación llegaron a los US\$ 125 millones a la misma 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 2019 este indicador alcanzó un valor de 21,8%.

⁵ Los datos a 2019 para efectos comparativos en este análisis, se consideran como año móvil de julio 2018 a junio 2019.

⁶ La operación de venta del negocio de "*liner container*" se perfeccionó en marzo de 2015, lo que significó discontinuar la totalidad del segmento de negocio de transporte marítimo de contenedores. En sus estados financieros la compañía re-expresó, bajo este nuevo escenario, los estados de resultados de los años 2013 y 2014.

Ilustración 2
Evolución de los ingresos, Flujo de la operación, EBITDA, y Margen EBITDA
(Millones de dólares y porcentaje)



Evolución del endeudamiento y la liquidez

Al 30 de junio de 2019, los pasivos financieros consolidados de **GEN** alcanzaban a US\$ 544,9 millones, lo que significa una disminución de 3,1% respecto de diciembre de 2018, tal como se muestra en Ilustración 3. Un 13,4% de esta deuda proviene de los compromisos de CMC, un 27,2% de los pasivos de Agunsa, un 8,2% de Arauco, un 7,3% de Angol y un 10,3% de las obligaciones individuales de la matriz.

La deuda financiera consolidada corresponde en un 81,3% a obligaciones con bancos, 9,3% a arrendamientos financieros, 1,5% a instrumentos derivados y 7,9% a obligaciones con el público (bonos). La porción entre los pasivos corrientes y no corrientes se distribuye entre 22,2% y 77,8% respectivamente.

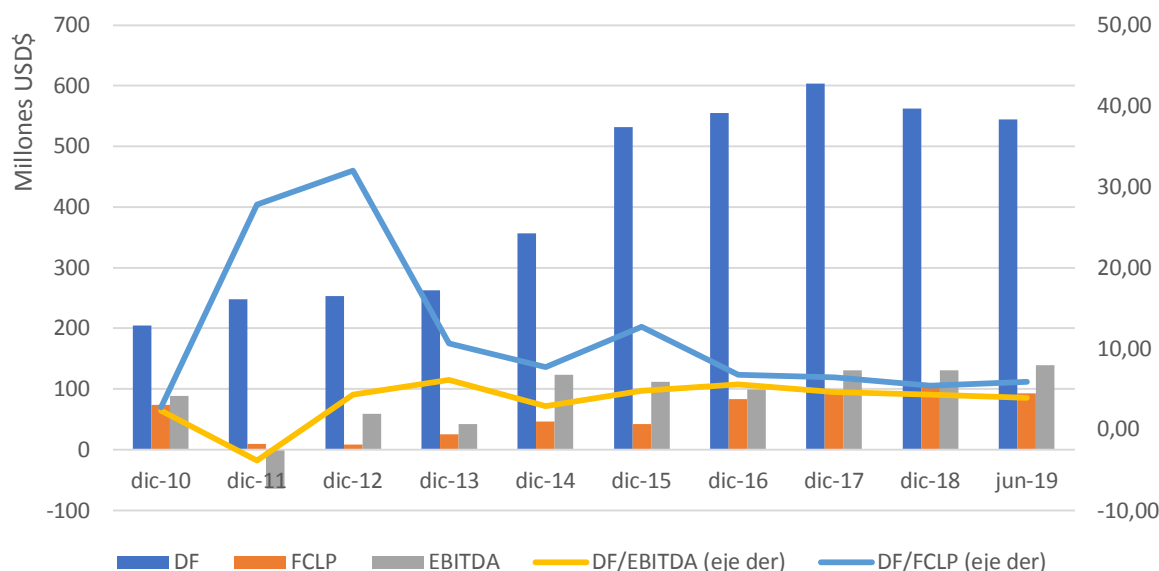
A pesar del incremento del endeudamiento financiero, tanto por la compra de las naves para cumplir con los contratos de arriendo como por los recursos necesarios para la materialización de las OPAs, la mayor generación de EBITDA registrada a partir del año 2017 permitió que la relación deuda financiera sobre EBITDA cayera desde el valor de 5,6 veces en diciembre de 2016, a 3,9 veces a junio de 2019.⁷ A su vez, el Flujo de Caja de Largo Plazo⁸ (FCLP), que, por construcción metodológica, presenta menores oscilaciones que el

⁷ 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.

⁸ 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.

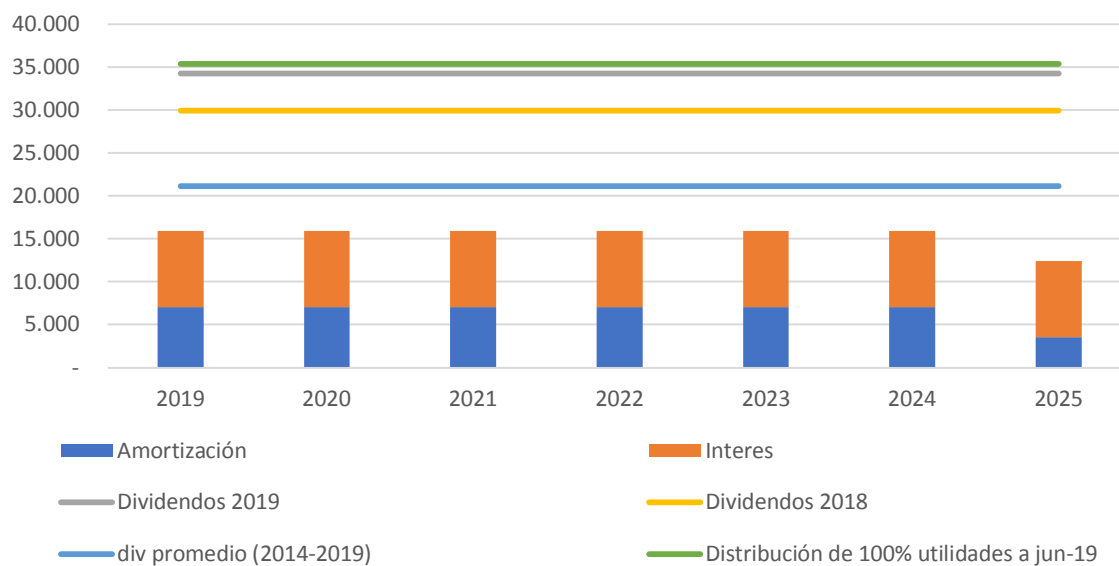
EBITDA, lleva a un indicador Deuda Financiera/FCLP de 5,9 veces a junio 2019 (5,4 en diciembre 2018 y 6,5 en diciembre 2016). Con todo, estos valores son inferiores al 12,7 registrado en diciembre de 2015.

Ilustración 3
Evolución de la deuda financiera, EBITDA y FCLP
(Millones de dólares y veces)



El gráfico de la Ilustración 4 muestra el perfil de vencimientos de los pasivos financieros de **GEN** comparado con los dividendos recibidos por sus filiales, FCLP y Ebitda. Se aprecia que, considerando los dividendos recibidos en promedio en el período 2014-2019 (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 2019, los cuales serían suficientes para cubrir todos los pagos. Con todo, en el caso que las filiales operativas distribuyeran la totalidad de las utilidades registradas, en el año móvil finalizado en junio de 2019, la proporción recibida por la matriz permitiría enfrentar con holgura el pago de los vencimientos del bono.

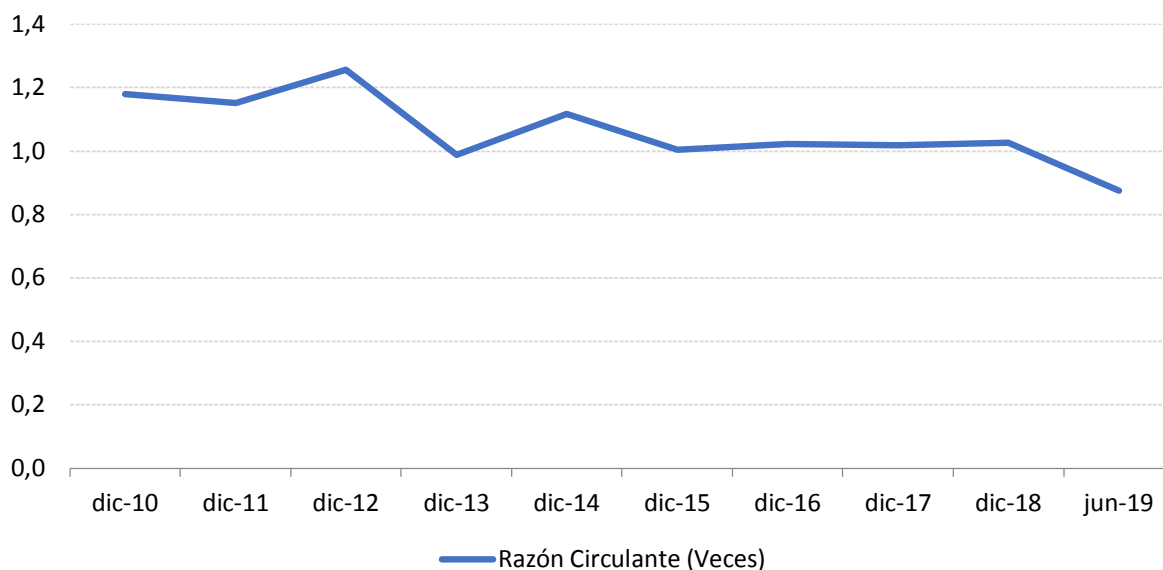
Ilustración 4
Perfil de vencimientos de GEN y reparto de dividendos de las filiales
(Miles de dólares)



La liquidez de **GEN**, medida a través de la razón circulante (activos corrientes sobre pasivos corrientes), mostró durante 2013 un valor inferior a la unidad. A partir de 2013 este indicador a presentado una tendencia estable estando sobre la unidad. A junio de 2019 este indicador llega a 0,88 veces .

A nivel de filiales, la liquidez de Agunsa a junio de 2019 fue igual a 1,2 veces, mientras que para CMC finalizó en 0,35 veces y Cabo Froward 0,71 veces.

Ilustración 5
Evolución de la liquidez
(Veces)

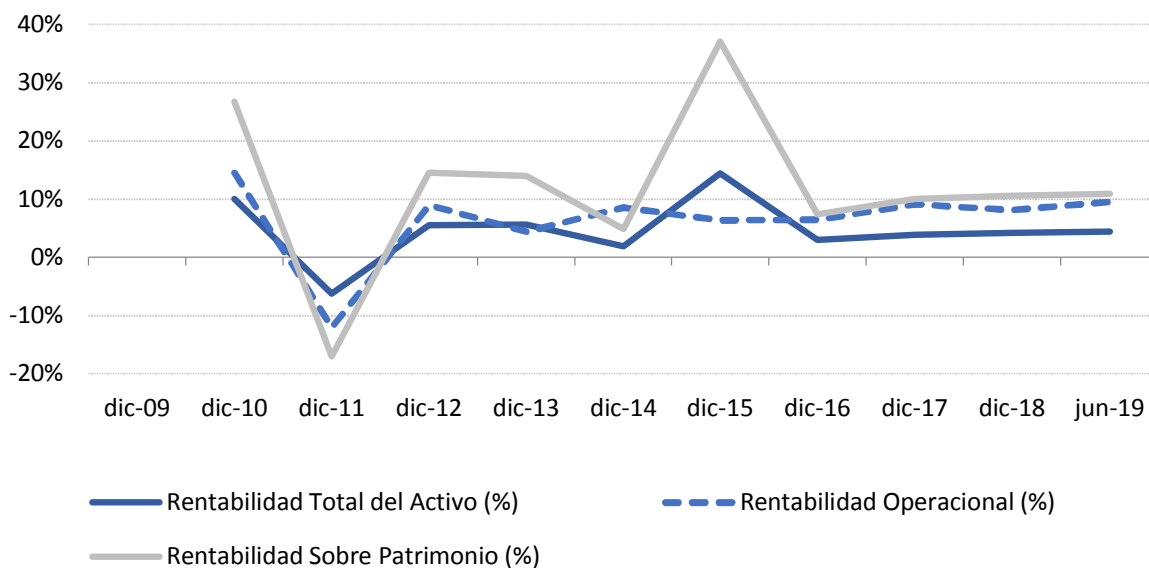


Evolución de la rentabilidad⁹

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 . A junio de 2019 la compañía presenta una rentabilidad sobre patrimonio de 10,9%, operacional de 9,5% y de activos de un 4,42%.

⁹ 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.

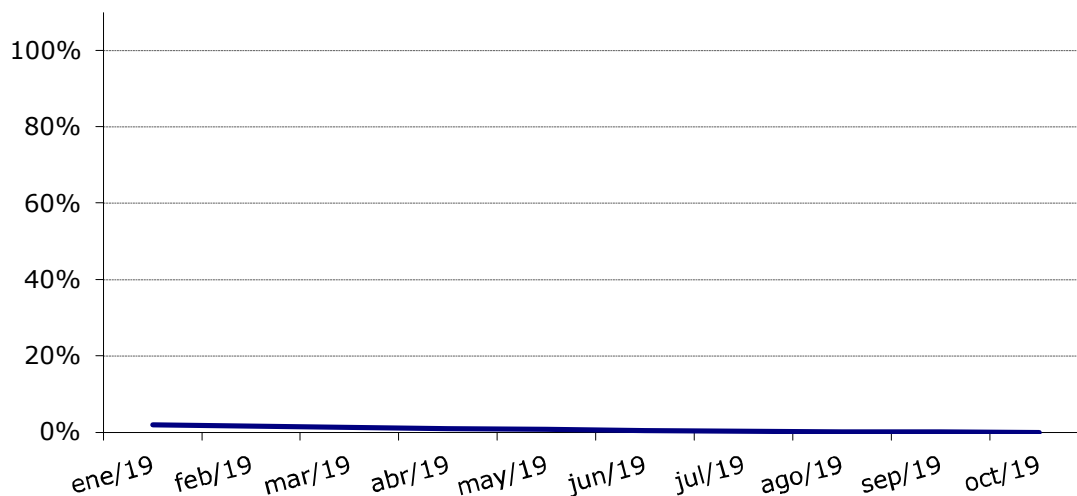
Ilustración 6
Evolución de la rentabilidad del activo, patrimonio y operacional
(%)



Acciones

A continuación, se presenta el comportamiento de las acciones de la compañía a octubre de 2019, 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%, a octubre de 2019 tiene una presencia promedio que llega a 0,2%, cabe mencionar que cuenta con *market maker*.

Ilustración 7
Presencia Promedio
(%)



Líneas de bonos

Las siguientes son las características de las líneas de bonos y bonos serie A de **GEN**:

Características de las líneas de bonos		
Nº y fecha de inscripción	659 del 12-04-2011	983 del 26-11-2019
Monto máximo línea	UF 2.000.000	UF 5.500.000
Moneda de emisión	Unidades de fomento	Unidades de fomento
Plazo vencimiento	30 años	30 años

Características de los bonos serie A	
Monto colocado	UF 1.200.000
Tasa de interés	4,2%
Vencimiento	16-02-2025

Covenants financieros	
Nivel de Endeudamiento Individual GEN	Inferior a 0,6 veces (0,15 veces a Junio 2019)
Nivel de Endeudamiento Individual CMC	Inferior a 2,25 veces (0,86 veces a Junio 2019)
Nivel de Endeudamiento Individual AGUNSA	Inferior a 1,5 veces (0,79 veces a Junio 2019)
Nivel de Endeudamiento Individual Portuaria Cabo Froward	Inferior a 1,35 veces (0,17 veces a Junio 2019)
Leverage Individual	Inferior a 3,5 veces (1,25 veces a Junio 2019)
Patrimonio mínimo	Superior a US\$ 300millones (US\$ 495 millones a Junio 2019)

"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".