



CLASIFICADORA DE RIESGO

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



A n a l i s t a  
Verónica Vargas M.  
Tel. (56-2) 433 5200  
veronica.vargas@humphreys.cl

## Grupo Empresas Navieras S.A.

Enero 2013

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

Tipo de Instrumento		Categoría
<b>Bonos</b>		BBB+
<b>Tendencia</b>		Estable
<b>Acciones</b>		Primera Clase Nivel 3
<b>Tendencia</b>		Desfavorable <sup>1</sup>
<b>EEFF base</b>		Septiembre de 2012

**Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda**

Línea de Bonos a 30 años Serie A	Nº 659 de 12.04.2011 Primera Emisión
-------------------------------------	---

**Estado de Resultados Consolidado IFRS**

M US\$	2008	2009	2010	2011	Ene-Sep 2011	Ene-Sep 2012
Ingresos de Actividades Ordinarias	1.359.453	917.194	1.273.860	1.508.071	1.110.440	1.111.537
Costo de ventas	-1.285.395	-876.453	-1.109.953	-1.492.398	-1.084.741	-1.009.105
Ganancia Bruta	<b>74.058</b>	<b>40.741</b>	<b>163.907</b>	<b>15.673</b>	<b>25.699</b>	<b>102.432</b>
Gastos de administración	-71.345	-67.600	-75.597	-81.263	-59.121	-61.373
Resultado operacional	<b>3.059</b>	<b>-26.510</b>	<b>85.535</b>	<b>-67.466</b>	<b>-34.491</b>	<b>40.019</b>
Costos financieros	-11.351	-9.516	-10.068	-13.142	-9.142	-10.359
Utilidad del Ejercicio	-6.888	-20.082	69.402	-46.193	-19.324	30.076
EBITDA	17.939	-11.570	105.655	-46.253	-19.015	57.074

**Balance General Consolidado IFRS**

M US\$	31-dic-08	31-dic-09	31-dic-10	31-dic-11	30-sep-12
Activos Corrientes	236.486	226.671	294.632	308.899	313.132
Activos No Corrientes	370.243	395.356	404.717	473.589	488.857
<b>Total Activos</b>	<b>606.729</b>	<b>622.027</b>	<b>699.349</b>	<b>782.488</b>	<b>801.989</b>
Pasivos Corrientes	229.630	244.545	249.771	268.528	245.777
Pasivos No Corrientes	167.526	190.750	189.868	229.564	242.590
Pasivos Totales	397.156	435.295	439.639	498.092	488.367
Patrimonio total	209.573	186.732	259.710	284.396	313.622
<b>Patrimonio y Pasivos, Total</b>	<b>606.729</b>	<b>622.027</b>	<b>699.349</b>	<b>782.488</b>	<b>801.989</b>
Deuda Financiera	199.122	165.364	204.628	247.503	245.656

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

## Opinión

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

Entre enero y septiembre de 2012 **GEN** generó ingresos consolidados por US\$ 1.111,5 millones y un EBITDA de US\$ 57,1 millones. A la misma fecha su deuda financiera consolidada alcanzaba los US\$ 245,7 millones (de los cuales US\$ 57,5 millones corresponden a bonos), con un patrimonio total de US\$ 313,6 millones.

En los nueve primeros meses de 2012, sus principales filiales, CCNI, Agunsa y Cabo Froward, tuvieron ingresos por US\$ 681,5 millones, US\$ 426,0 millones y US\$ 22,2 millones, respectivamente. La deuda financiera consolidada a septiembre, que ascendía a US\$ 245,7 millones, correspondía en 47,0% a obligaciones de Agunsa, en 14,5% a CCNI, en 14,9% a Cabo Froward y el 23,6% restante a la matriz.

En los últimos cinco años el emisor ha percibido en promedio anualmente por concepto de dividendos de filiales aproximadamente US\$ 10 millones, de los cuales cerca del 67% provino de Agunsa.

La clasificación de riesgo asignada a la emisión de bonos con cargo a la línea de bonos de la compañía en "*Categoría BBB+*" se fundamenta en la experiencia del grupo en el giro propio de sus inversiones-filiales y en la sinergia que tal *mix* de empresas origina, al abarcar el rango completo de servicios de transporte marítimo y relacionados. También se reconoce el que **GEN** sea la controladora de sus principales inversiones, CCNI, Agunsa y Froward, lo que le permite determinar su política de dividendos y con ello los flujos que recibe por este concepto, pudiendo por tanto adaptar dicha política a las necesidades del momento, en particular para el pago de sus propios compromisos financieros.

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

En forma complementaria, también se reconoce positivamente la participación del grupo, a través propio y de Agunsa, en diversas concesiones de infraestructura de transporte, como son aeropuertos y puertos marítimos, situación que ayuda a la diversificación de ingresos de la compañía a través de la recepción de dividendos. Del mismo modo, si bien se reconoce que **GEN** no es controladora de los puertos de Arica, Iquique y Antofagasta, sí se considera positivamente su presencia en dichas inversiones, por cuanto constituyen una fuente adicional de flujos de caja, a través de la recepción de dividendos.

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

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

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

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

En el caso de Agunsa, sus riesgos están relacionados principalmente con la competencia que enfrenta por parte de otros operadores de servicios portuarios, así como la concentración de sus clientes. Además, se considera como factor de riesgo la caducidad durante 2015 de la concesión del Aeropuerto de Santiago.

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

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

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

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

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

Si bien las acciones se han clasificado en “*Primera Clase Nivel 3*” en virtud que su presencia bursátil promedio se ha situado en torno a un 20% durante los últimos diez meses, la reciente disminución de este

indicador, que alcanzó a un 6,9% a diciembre de 2012, ha significado que su tendencia se haya modificado a “Desfavorable”.

## Hechos recientes

### Resultados consolidados e individuales a septiembre de 2012

A septiembre de 2012 los ingresos consolidados de **GEN** alcanzan a US\$ 1.111,5 millones<sup>2</sup>, lo que representó una leve alza de 0,1% respecto de los US\$ 1.110,4 millones a igual mes de 2011. Esta mínima variación se explica por la estabilidad de los ingresos de sus tres filiales principales, CCNI, Agunsa y Froward. En el caso de las dos primeras empresas, sus ventas se contrajeron en 0,8% y 0,2% respectivamente, y, en el caso de Froward, se incrementaron un 9,6%. Esto último no genera un impacto demasiado significativo considerando que los ingresos de ésta representan un 2% de los ingresos consolidados totales.

En CCNI los ingresos disminuyeron levemente (0,8%) llegando a US\$ 686,7 millones como consecuencia del menor volumen de operación, lo cual se vio compensado con la caída del costo de ventas en 10,3%, lo que sumado a un incremento de 6,2% en los gastos de administración y ventas, eleva el resultado operacional positivo a US\$ 5,9 millones, revirtiendo, de esta forma, los US\$ 63,5 millones de pérdida operacional a igual fecha de 2011. Por su parte, el resultado del ejercicio pasó de –US\$ 50,9 millones a US\$ 5,5 millones. El EBITDA siguió la misma tendencia, alcanzando US\$ 11,0 millones, versus la pérdida de US\$ 58,6 millones obtenida los nueve primeros meses de 2011.

Para Agunsa los ingresos se mantuvieron prácticamente constantes en US\$ 426,0 millones. Los costos de explotación disminuyeron levemente (1,3%), hasta US\$ 354,4 millones, con lo que el margen de explotación se elevó hasta US\$ 71,6 millones, lo que representa un crecimiento de 5,8% en el período. Mientras, los gastos de administración se contrajeron en 3,9% hasta US\$ 40,9 millones, derivando en que el resultado operacional creciera 16,5% hasta US\$ 29,3 millones. Finalmente, a consecuencia de la mejora operacional, la utilidad y EBITDA de Agunsa crecieron 16,2% y 13,9%, respectivamente.

Por su parte, los costos de explotación de Froward crecieron 8,2% hasta US\$ 14,5 millones, levemente por debajo del crecimiento de los ingresos, con lo cual el resultado de explotación creció 12,4% hasta US\$ 7,7 millones. Los gastos de administración aumentaron levemente (6,6%), hasta US\$ 2,4 millones, lo que sumado al incremento del margen de explotación derivó en un alza de 6,8% (a US\$ 5,6 millones) del resultado operacional. La utilidad del ejercicio y el EBITDA, en tanto, aumentaron 40,6% y 10,1% hasta US\$ 3,5 y US\$ 8,7 millones, respectivamente.

A septiembre de 2012, la participación de GEN consolidado en las ganancias de asociadas y negocios conjuntos de coligadas (donde se incluyen las ganancias proporcionales de los puertos de Arica, Iquique, Antofagasta, CPT y la concesión del aeropuerto de Santiago, entre las más importantes, excluyendo las filiales) mostró un incremento de 4,2%, llegando a US\$ 12,9 millones.

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

Considerando los resultados antes descritos de las filiales, en los nueve primeros meses de 2012 **GEN** obtuvo un resultado de explotación de US\$ 102,4 millones, lo que implicó un aumento de 298,6%, principalmente gracias a los resultados de CCNI. Mientras, el resultado operacional, utilidad y EBITDA consolidados aumentaron a US\$ 40,0 millones, US\$ 30,1 millones y US\$ 57,1 millones, respectivamente.

### Eventos recientes

El 23 de septiembre de 2011, la compañía inscribió un aumento de capital por US\$ 55 millones, mediante la emisión de 1.017.478.430 sin valor nominal y de una sola serie. Dichas acciones fueron colocadas de una sola vez, y a un precio unitario de US\$ 0,0540552.

El 17 de octubre de 2011, **GEN** fue notificada por parte de la Empresa Portuaria Talcahuano San Vicente acerca de la adjudicación por 30 años de la Concesión del Frente de Atraque del Puerto de Talcahuano, con una inversión de US\$ 20.728.694. Las obras consideran la construcción de un frente de atraque asísmico, y el modelo de negocio incluye la atención a las naves de carga general y pesqueras, acopio de cargas y servicios a las naves y depósito de contenedores, entre otros. Se creará una filial que tendrá como objeto exclusivo esta concesión y tendrá un capital de US\$ 10 millones. El 9 de noviembre se constituye dicha filial, "Talcahuano Terminal Portuario S.A.", donde **GEN** participa en un 99%. Al momento de la constitución se pagó un tercio del capital mencionado anteriormente.

El 22 de marzo de 2012, el emisor aumentó su participación en CCNI, pasando de 57,7% a 74,01%, suscribiendo y pagando 394.866.733 acciones, por un monto total de US\$ 40 millones.

El 26 de septiembre de 2012 el directorio aprobó el pago de un dividendo provvisorio con cargo a las utilidades del presente ejercicio. El monto total a pagar fue de US\$ 3.938.603,4, lo que significa US\$ 0,00057 por acción.

El 16 de noviembre de 2012 el directorio acordó crear dos nuevas filiales de giro exclusivo, las cuales serán un 75% propiedad de **GEN**. El objetivo de las filiales será la adquisición y explotación, vía arriendo, de dos naves porta contenedores de una capacidad de 9.000 TEU cada una. Estas naves serán ofrecidas en arriendo a CCNI. Se estima su entrega a fines de 2014 y el costo de la inversión sería de US\$ 86 millones por nave.

## 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.

### Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

### Primera Clase Nivel 3

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

### Tendencia Desfavorable

Corresponde a aquella clasificación que podría verse desmejorada como consecuencia de la situación o tendencia mostrada por el emisor.

## Oportunidades y Fortalezas

**Experiencia:** La trayectoria del grupo en el mercado local, y la experiencia y conocimiento del mercado naviero por parte de sus propietarios y ejecutivos constituyen una de las principales fortalezas de **GEN** y de sus filiales, lo que le ha servido como activo para hacer frente a los períodos de contracción del negocio los que, en el caso de CCNI, han sido recurrentes en el tiempo. Además, se reconoce el apoyo financiero entregado por la empresa a su filial durante el período contractivo de 2008-2009.

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

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

**Fortalezas de Agunsa:** Esta empresa se ha caracterizado por un adecuado rendimiento operacional y un fuerte posicionamiento dentro de su mercado, lo que le da una mayor estabilidad a **GEN**, ayudando con ello a compensar, al menos en parte, la volatilidad de CCNI. Asimismo, su incursión en la concesión de los aeropuertos de Calama, La Serena, Santiago y Punta Arenas, así como otras inversiones, le permite un mayor flujo de caja y una mayor diversificación de éstos. La compañía además presenta una adecuada diversificación de ingresos, tanto por líneas de servicios como por clientes.

**Participaciones accionarias:** Las tres principales filiales de **GEN** (Agunsa, CCNI y Froward) son todas sociedades anónimas abiertas que se transan en la Bolsa de Valores de Santiago. En caso de insuficiencia de flujos para el pago de las cuotas de los bonos, el emisor puede entregar en garantía sus inversiones para la obtención de créditos o, en el peor de los casos, recurrir a la venta de las acciones que posea en exceso; es decir, sobre el porcentaje que le permite conservar el control de la respectiva filial. Así, en el caso de Agunsa, **GEN** posee un 69,83% de esta filial, lo que le permite vender casi un 19,83% de sus acciones para recaudar recursos y aun así seguir controlándola. A la fecha de este informe, el valor total del exceso alcanzaba aproximadamente US\$ 400 millones.

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

## Factores de Riesgo

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

**Flujos dependientes de la política de dividendos:** En sí misma, **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. Por ejemplo, las pérdidas acumuladas que CCNI tenía al cierre de 2010 (que continúan a la fecha), producto de la crisis experimentada en 2008-2009, impidió el reparto de dividendos, pese a haber tenido en 2010 un año con ganancias.

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

**Riesgos asociados a Agunsa:** La privatización parcial de los puertos chilenos, adjudicados por empresas que constituyen competencia directa para Agunsa, podría desfavorecer a la compañía en el mediano o largo plazo. Además, se acerca la terminación del período de concesión del Aeropuerto de Santiago, operación que

si bien no es consolidada por la empresa, sí contribuye a la generación de negocios. También se debe considerar la elevada concentración por cliente de los ingresos.

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

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

## Antecedentes Generales

### Historia

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

Actualmente la sociedad mantiene participación accionaria directa en las siguientes empresas: Compañía Chilena de Navegación Interoceánica S.A., Agencias Universales S.A., Portuaria Cabo Froward S.A., Antofagasta Terminal Internacional S.A., Talcahuano Terminal Portuario S.A., Terminal Puerto Arica S.A., Portuaria Mar Austral S.A., Iquique Terminal Internacional S.A. Además, a través de sus filiales, participa en otras sociedades que en total suman más de 100 empresas, tanto nacionales como extranjeras.

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

#### Accionistas

Los principales accionistas de **Grupo Empresas Navieras S.A.** al 31 de diciembre de 2012, se presentan a continuación:

Sociedad	% de la propiedad
Inversiones Tongoy S.A.	20,94%
Sociedad de Inversiones Paine S.A.	20,94%
Axxion S.A.	14,72%
Euro Inversiones S.A.	7,68%
Celfin Small Cap Chile Fondo de Inversión	6,63%
Celfin Capital S.A. Corredores de Bolsa	6,23%
Sociedad Nacional de Valores S.A.	5,18%

Del Bene Inversiones S.A.	4,61%
A.F.P. Provida S.A. Fondo de Pensiones C	2,33%
A.F.P. Habitat S.A. para Fondo de Pensiones C	1,39%
Banchile Corredores de Bolsa S.A.	1,38%
Chile Fondo de Inversión Small Cap	1,35%
Otros	6,62%

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

## **Directorio y ejecutivos**

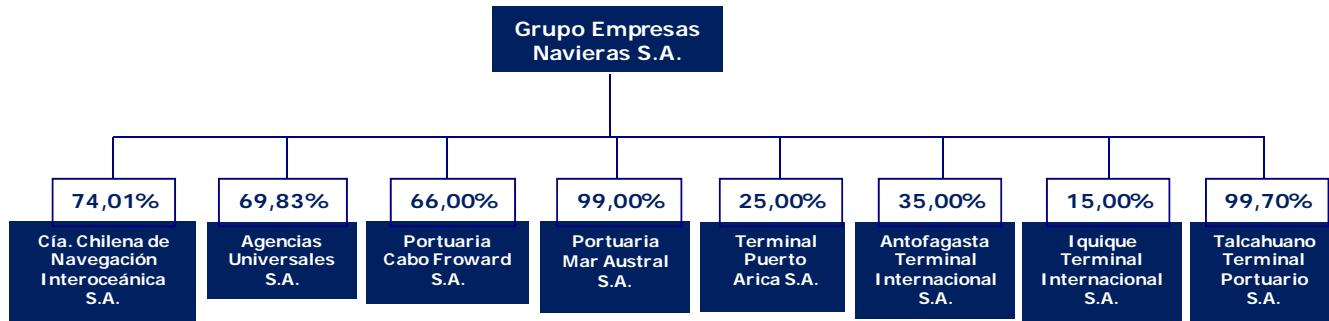
El directorio de la compañía está formado por siete miembros, identificados a continuación:

Cargo	Nombre
Presidente	Beltrán Urenda Zegers
Vicepresidente	José Manuel Urenda Salamanca
Director	Antonio Jabat Alonso
Director	Hernán Soffia Prieto
Director	Beltrán Urenda Salamanca
Director	Mario Valcarce Durán
Director	Francisco Gardeweg Ossa
Director	Gonzalo Rojas Vildósola
Director	Carlos Alberto Heller Solari

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

## Estructura societaria

La siguiente es la estructura de filiales del grupo:



## Filiales y coligadas

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

CCNI : Estado de Resultados Consolidado IFRS						
M US\$	2008	2009	2010	2011	Ene-Sep 2011	Ene-Sep 2012
Ingresos de Actividades Ordinarias	976.909	611.116	822.544	939.033	686.670	681.493
Costo de ventas	-991.468	-643.026	-742.229	-1.016.378	-735.661	-659.815
Ganancia Bruta	<b>-14.559</b>	<b>-31.910</b>	<b>80.315</b>	<b>-77.345</b>	<b>-48.991</b>	<b>21.678</b>
Gastos de administración	-17.343	-17.341	-21.210	-20.483	-14.559	-15.456
Resultado operacional	<b>-31.902</b>	<b>-49.251</b>	<b>59.259</b>	<b>-97.744</b>	<b>-63.499</b>	<b>5.993</b>
Costos financieros	-3.289	-2.660	-2.956	-2.212	-1.428	-1.759
Utilidad del Ejercicio	-30.666	-41.675	47.041	-78.730	-50.910	5.482
EBITDA	-31.902	-49.251	67.341	-90.806	-58.645	11.030

CCNI: Balance General Consolidado IFRS					
M US\$	31-dic-08	31-dic-09	31-dic-10	31-dic-11	30-sep-12
Activos Corrientes	138.708	103.117	172.628	117.970	121.558
Efectivo y equivalentes	47.926	27.984	67.563	11.319	15.608
Activos No Corrientes	103.779	105.282	91.665	114.380	113.136
Total Activos	<b>242.487</b>	<b>208.399</b>	<b>264.293</b>	<b>232.350</b>	<b>234.694</b>
Pasivos Corrientes	151.436	137.822	132.678	155.328	114.336
Pasivos No Corrientes	46.015	46.059	33.757	22.619	33.784
Pasivos Totales	197.451	183.881	166.435	177.947	148.120
Patrimonio total	45.036	24.518	97.858	54.403	86.574
Patrimonio y Pasivos, Total	<b>242.487</b>	<b>208.399</b>	<b>264.293</b>	<b>232.350</b>	<b>234.694</b>
Deuda Financiera	55.164	48.476	40.248	40.973	35.734

## Antecedentes generales

CCNI, con 80 años de historia, es una empresa dedicada al transporte marítimo de carga, en especial en aquellas rutas relacionadas con el comercio exterior chileno. La compañía recorre distintos trayectos, especializándose en Asia, América y El Caribe, y centrada principalmente en viajes desde y hacia Sudamérica. Los servicios ofrecidos por la compañía los realiza a través del transporte de contenedores (que representan casi un 80% de los ingresos), de vehículos y de carga específica.

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

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

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

En 2009 diversos armadores entraron en la propiedad de CCNI como apoyo al cumplimiento de los contratos de la naviera (tomando acciones como carta de pago) y a la situación financiera de la industria. A la fecha, estos armadores ya vendieron su participación en la empresa. Adicionalmente, y como parte del mismo plan,

**GEN** realizó aumentos de capital y se tomaron préstamos, todo con el objeto de apoyar financieramente a esta filial.

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

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

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

## Agencias Universales S.A. (Aguna)

AGUNSA: Estado de Resultados Consolidado IFRS						
M US\$	2008	2009	2010	2011	Ene-Sep 2011	Ene-Sep 2012
Ingresos de Actividades Ordinarias	384.388	313.146	457.128	572.739	426.805	426.025
Costo de ventas	-304.029	-246.496	-380.387	-486.980	-359.122	-354.408
Ganancia Bruta	<b>80.359</b>	<b>66.650</b>	<b>76.741</b>	<b>85.759</b>	<b>67.683</b>	<b>71.617</b>
Gastos de administración	-49.451	-46.826	-49.312	-55.319	-42.576	-40.901
Resultado operacional	<b>30.908</b>	<b>19.824</b>	<b>25.266</b>	<b>27.741</b>	<b>25.107</b>	<b>29.260</b>
Costos financieros	-7.246	-6.076	-5.978	-6.819	-5.100	-5.261
Utilidad del Ejercicio	17.719	16.758	18.743	25.958	22.241	25.843
EBITDA	38.434	31.563	36.798	39.129	33.646	38.330

<b>AGUNSA: Balance General Consolidado IFRS</b>					
<b>M US\$</b>	<b>31-dic-08</b>	<b>31-dic-09</b>	<b>31-dic-10</b>	<b>31-dic-11</b>	<b>30-sep-12</b>
Activos Corrientes	99.163	130.768	130.867	147.413	159.523
Efectivo y equivalentes	24.153	32.203	26.414	27.896	35.587
Activos No Corrientes	190.138	197.768	211.816	237.987	251.846
Total Activos	<b>289.301</b>	<b>328.536</b>	<b>342.683</b>	<b>385.400</b>	<b>411.369</b>
Pasivos Corrientes	79.248	92.868	107.576	130.820	134.555
Pasivos No Corrientes	101.510	117.524	112.242	111.709	112.877
Pasivos Totales	180.758	210.392	219.818	242.529	247.432
Patrimonio total	108.543	118.093	122.865	142.871	163.937
Patrimonio y Pasivos, Total	<b>289.301</b>	<b>328.536</b>	<b>342.683</b>	<b>385.400</b>	<b>411.369</b>
Deuda Financiera	99.465	124.642	119.218	116.332	115.572

## Antecedentes generales

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

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

En relación al último punto, Agunsa participa en un 47,03% de la propiedad de SCL Terminal Aéreo de Santiago S.A., empresa concesionaria de dicho aeropuerto y responsable de su ampliación, modernización y administración, a lo que se une los aeropuertos de Calama, La Serena y Punta Arenas. En el exterior opera el Aeropuerto de las islas de San Andrés y de Providencia en Colombia. Además posee las representaciones de las empresas SKY Cargo (filial de Emirates Airlines) y Air Canada.

Por otra parte, la sociedad acordó formar la filial Valparaíso Terminal de Pasajeros S.A. (100,0% de la propiedad), cuyo objeto es el desarrollo del Terminal de Pasajeros del Puerto de Valparaíso, concesionado a Agunsa por la Empresa Portuaria de Valparaíso S.A.

Entre los principales riesgos a los que se encuentra sometida la compañía, se encuentra un alto nivel de endeudamiento<sup>3</sup> -1,56 veces a septiembre de 2012- y la alta concentración de sus clientes, dado que los cinco principales representan alrededor del 36% de los ingresos de la compañía.

### **Negocio tradicional**

El negocio tradicional de servicios a las cargas es abordado directamente por Agunsa y también mediante la participación de subsidiarias. Entre estas últimas destacan: CPT Empresas Marítimas S.A., Inversiones Marítimas Universales S.A. y Terminales y Servicios de Contenedores S.A.

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

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

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

### **Terminal Aéreo de Santiago**

Agunsa desde el año 1998, con el objeto de diversificar sus fuentes de ingresos, participa como accionista mayoritario del consorcio que se adjudicó la concesión del aeropuerto Arturo Merino Benítez. La concesión del terminal aéreo es por un período móvil, y consiste en la construcción y administración de las instalaciones del aeródromo Comodoro Arturo Merino Benítez.

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

---

<sup>3</sup> Medido como pasivos totales sobre patrimonio total.

## Portuaria Cabo Froward S.A.

FROWARD: Estado de Resultados Consolidado IFRS						
M US\$	2008	2009	2010	2011	Ene-Sep 2011	Ene-Sep 2012
Ingresos de Actividades Ordinarias	22.613	17.869	20.284	25.536	20.258	22.206
Costo de ventas	-13.821	-12.005	-13.225	-18.268	-13.380	-14.478
Ganancia Bruta	<b>8.792</b>	<b>5.864</b>	<b>7.059</b>	<b>7.268</b>	<b>6.878</b>	<b>7.728</b>
Gastos de administración	-2.956	-2.411	-2.760	-3.148	-2.228	-2.406
Resultado operacional	<b>6.182</b>	<b>3.802</b>	<b>3.532</b>	<b>4.859</b>	<b>5.273</b>	<b>5.631</b>
Costos financieros	-815	-690	-782	-1.575	-984	-1.401
Utilidad del Ejercicio	4.343	2.625	2.432	2.331	2.463	3.462
EBITDA	9.813	7.521	7.158	8.645	7.904	8.702

CABO FROWARD: Balance General Consolidado IFRS					
M US\$	31-dic-08	31-dic-09	31-dic-10	31-dic-11	30-sep-12
Activos Corrientes	6.640	5.853	13.395	7.847	8.849
Efectivo y equivalentes	323	1.535	4.687	4.214	4.702
Activos No Corrientes	70.156	83.695	90.545	89.365	90.479
Total Activos	<b>76.796</b>	<b>89.548</b>	<b>103.940</b>	<b>97.212</b>	<b>99.328</b>
Pasivos Corrientes	7.035	10.777	12.332	6.579	12.045
Pasivos No Corrientes	20.011	27.183	38.843	36.722	31.542
Pasivos Totales	27.046	37.960	51.175	43.301	43.587
Patrimonio total	49.750	51.588	52.765	53.911	55.741
Patrimonio y Pasivos, Total	<b>76.796</b>	<b>89.548</b>	<b>103.940</b>	<b>97.212</b>	<b>99.328</b>
Deuda Financiera	10.735	16.004	38.160	37.865	36.817

### 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 tres muelles mecánicos (Jureles, Puchoco y Chollín) 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** alcanza un 35% de la propiedad.

En 2011, bajo IFRS, los ingresos de la empresa llegaron a US\$ 42,792 millones (incremento de 17,04%), mientras que la utilidad de la empresa llegó a US\$ 7,613 millones aproximadamente, un 3,6% menos que en 2010.

### **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.

En 2011, bajo IFRS, los ingresos de explotación aumentaron 36,7% hasta US\$ 35,6 millones, y la ganancia de la empresa llegó a US\$ 5,4 millones aproximadamente, lo que representa una variación de 13,6% respecto a igual período de 2010.

### **Iquique Terminal Internacional S.A. (ITI)**

Es la sociedad encargada del desarrollo, mantención y explotación del Frente de Atraque N°2 del Puerto de Iquique, incluyendo el desarrollo de actividades de muellaje de naves y almacenamiento de carga en dicho Frente de Atraque.

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

En 2011 ITI logró ingresos por US\$ 29,2 millones y una ganancia de US\$ 6,1 millones.

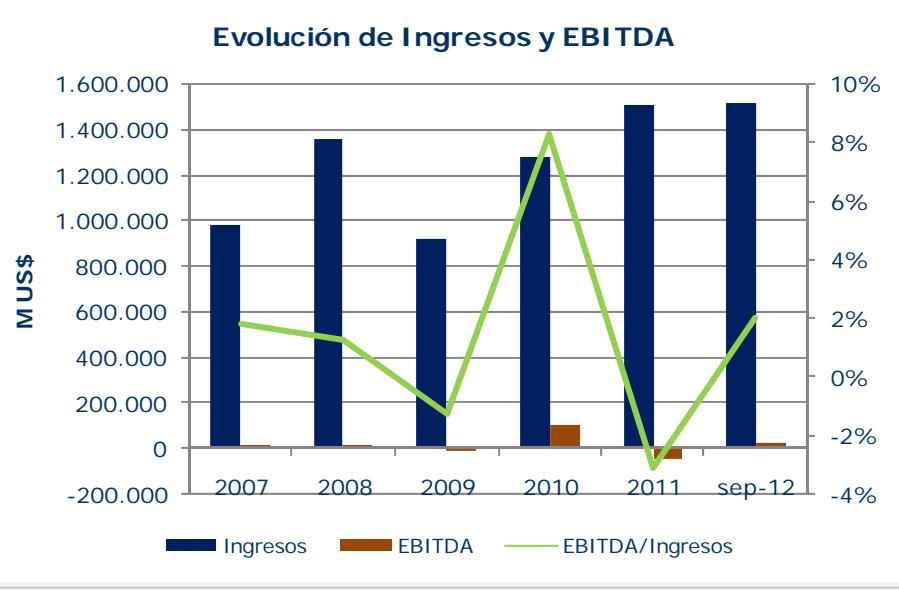
### **Terminal Portuaria Mar Austral S.A.**

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

## Análisis Financiero de GEN<sup>4</sup>

### Evolución de los ingresos y EBITDA

Desde 2003 y hasta 2008 la empresa mostró un crecimiento sostenido de sus ingresos de explotación consolidados, salvo en 2007, cuando presentó una pequeña contracción de 1,8%, mientras que durante 2008 los ingresos crecieron cerca del 30% respecto al 2007. Los efectos de la crisis financiera y la desaceleración de las economías alrededor del mundo, de la mano de un decrecimiento del comercio internacional, golpearon fuertemente las cifras de **GEN** en 2009, experimentando una recuperación en 2010, principalmente por los resultados de CCNI. En 2011 y 2012 los ingresos consolidados continuaron creciendo.

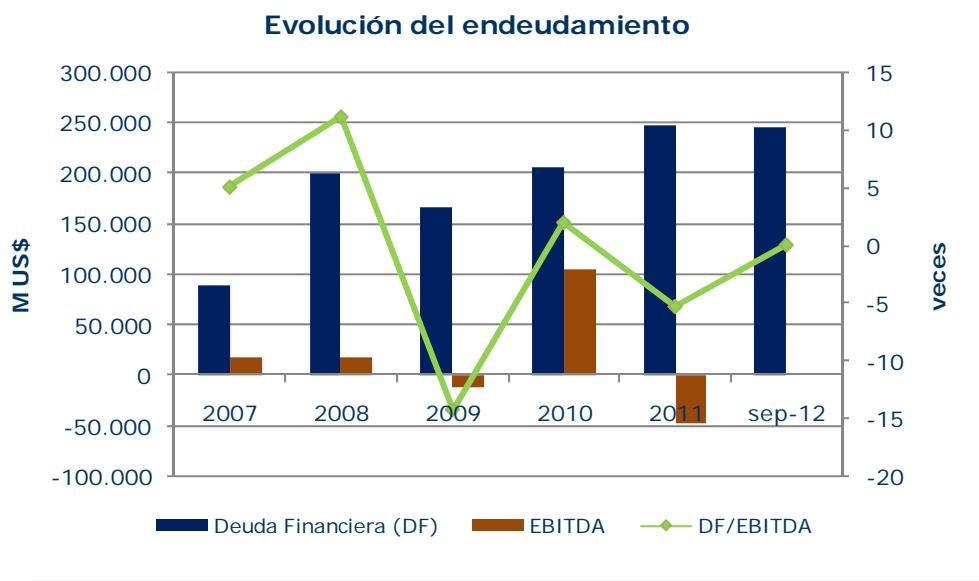


El EBITDA sobre ingresos ha sido bastante volátil en los últimos cinco años, fluctuando entre tasas de cerca de -3% hasta 8%, asociadas al ciclo experimentado por el transporte marítimo de contenedores, situación muy propia de la industria naviera. Entre 2006 y 2008 este *ratio* se mantuvo en valores de entre -1% y 2%, mientras que en 2010 llegó a 8,3% producto de los buenos resultados de todas las filiales; 2011 los resultados –y el EBITDA– se vieron impactados por las pérdidas experimentadas por CCNI, a pesar del mejor rendimiento del resto de las filiales. Los últimos doce meses terminados en septiembre de 2012 muestran como la situación se ha revertido producto principalmente de los buenos resultados de CCNI.

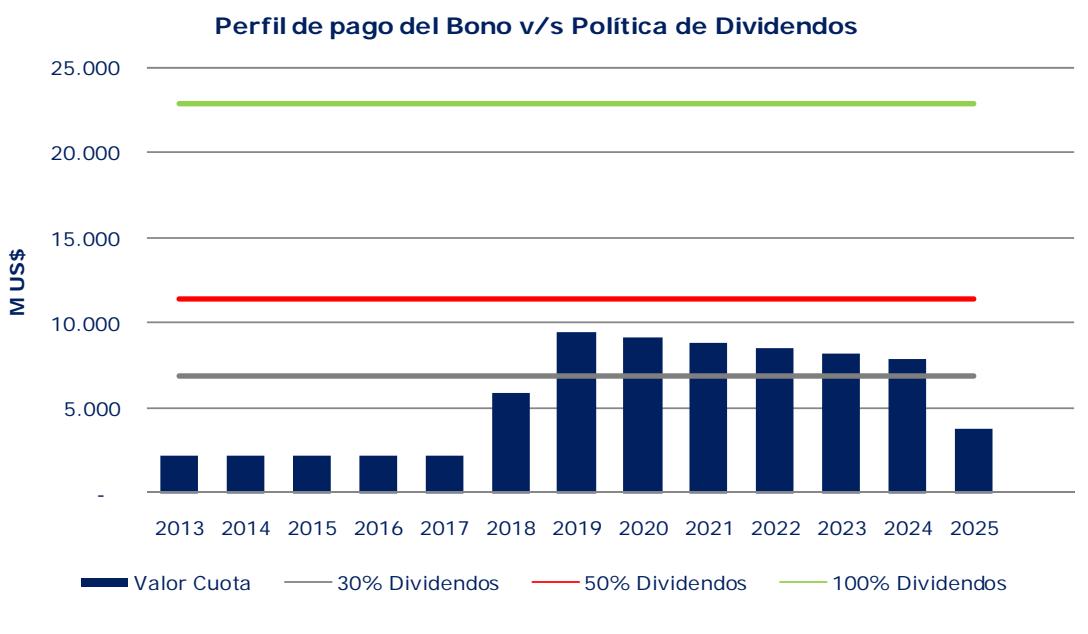
<sup>4</sup> Los datos a 2012 para efectos comparativos en este análisis, se consideran como año móvil de octubre 2011 a septiembre 2012.

## Evolución del endeudamiento y la liquidez

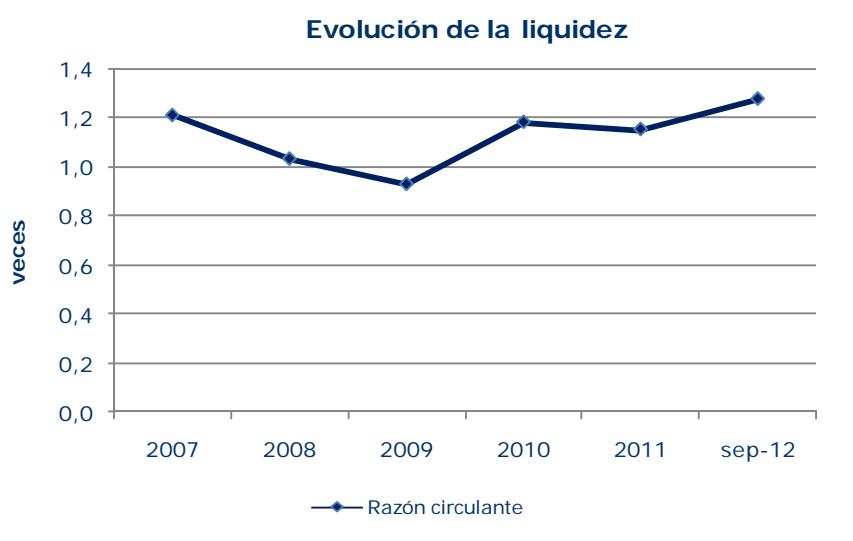
Al 30 de septiembre de 2012 los pasivos financieros consolidados de **GEN** alcanzaban a US\$ 245,7 millones. De éstos, un 53% correspondía a obligaciones con bancos, un 24% a arrendamientos financieros y un 23% a los bonos emitidos en 2011. La porción corriente de la deuda financiera alcanzaba a un 17% del total.



En el gráfico a continuación puede observarse el perfil de vencimientos del bono de **GEN** (única deuda financiera presente en la matriz a la fecha), comparado con distintos escenarios de reparto de dividendos. En primer lugar, se considera la utilidad sólo de las empresas filiales, por cuanto el emisor controla sus políticas de dividendos, dejando fuera a CCNI de todo escenario puesto que sus resultados son altamente variables. Considerando las utilidades del año móvil terminado en septiembre de 2012, puede verse que se necesita un reparto de cerca de un 41% de la utilidad de Agunsa y Froward para pagar el máximo vencimiento anual del bono, lo que constituye un escenario conservador por cuanto no incorpora los dividendos repartidos por las empresas asociadas (puertos), que en general reparten dividendos todos los años.

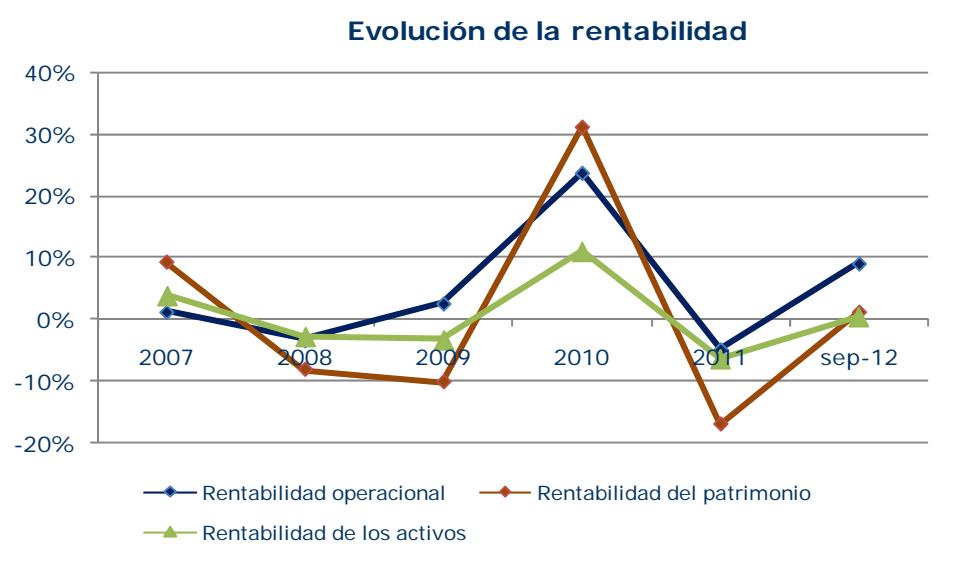


La liquidez de **GEN**, medida a través de la razón circulante (activos circulantes o corrientes sobre pasivos circulantes o corrientes), presentó hasta 2008 indicadores adecuados, situados en valores superiores a uno. Sin embargo, a partir de diciembre de 2008 la sociedad experimentó un deterioro en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



## Evolución de la rentabilidad<sup>5</sup>

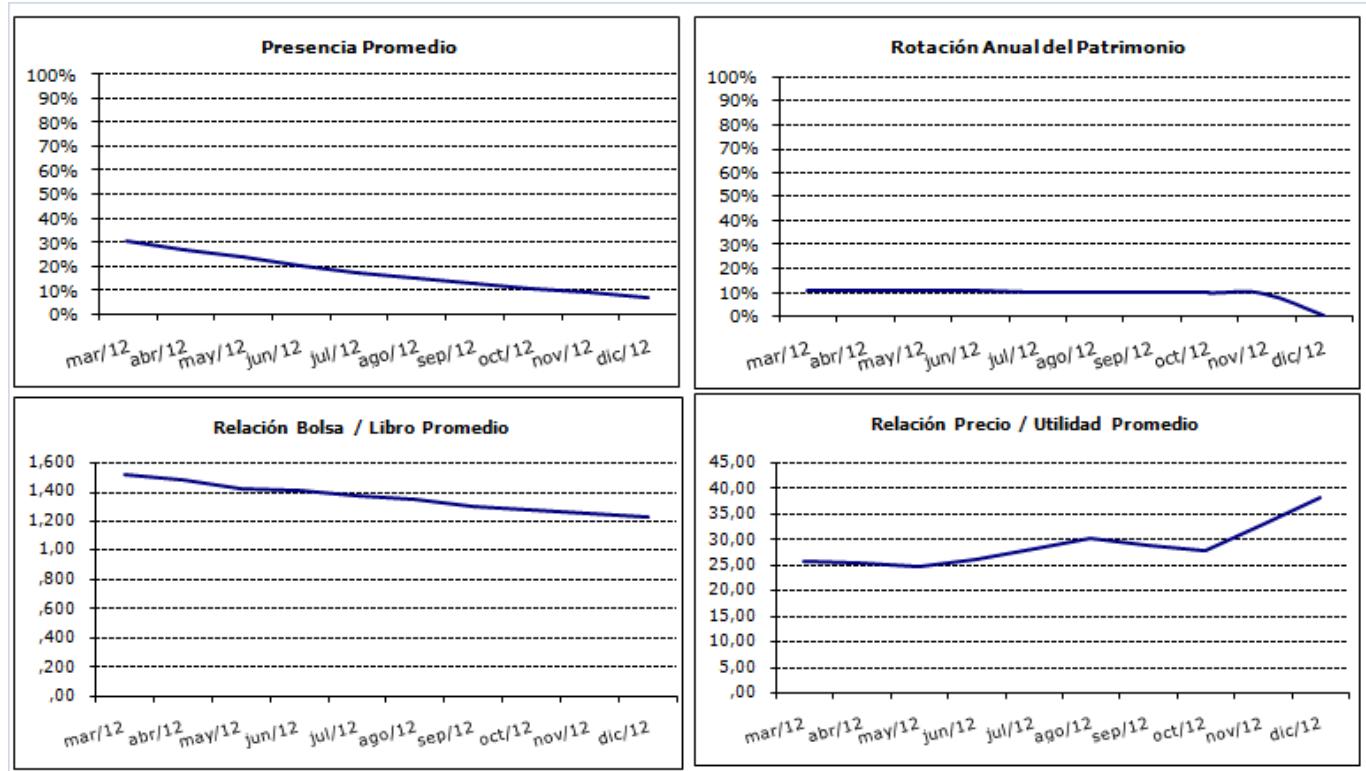
La rentabilidad de la empresa está muy influenciada por los resultados obtenidos por la filial CCNI, la que constituye la segunda mayor proporción del patrimonio consolidado de **GEN** (después de Agunsa). Como consecuencia, la rentabilidad de activos y del patrimonio ha sido muy volátil en los últimos años, a causa de los vaivenes del mercado de transporte marítimo de contenedores, como por ejemplo la crisis vivida en el período 2008-2009 y que llevó al emisor a experimentar fuertes pérdidas, y la de 2011. Sin embargo, la empresa también ha vivido períodos de alta rentabilidad, como el bienio 2004-2005 (14,3% y 19,1%, respectivamente), y en 2010, cuando la empresa tuvo una rentabilidad del patrimonio récord de 31%. Actualmente, la compañía está mostrando una reactivación, volviendo a los niveles de 2007, principalmente por los resultados de CCNI, los cuales a septiembre de 2012 han sido elevados en comparación de años anteriores.



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

## Acciones

A continuación se presenta el comportamiento de las acciones de la compañía a diciembre de 2012, en términos de presencia promedio (días en que los montos tranzados superaron las UF 200) y rotación anual del patrimonio bursátil (montos tranzados sobre patrimonio bursátil). Además, se presenta la evolución de las razones precio-utilidad (razón entre el precio de cierre y la utilidad de la acción en doce meses) y bolsa-libro (precio de cierre dividido por el valor contable de la compañía). La presencia promedio de la acción de **GEN** entre marzo de 2012 y diciembre 2012, ha disminuido desde 30,5% a 6,9%.



## Línea de bonos

Las siguientes son las características de la línea de bonos y bono serie A emitido con cargo a la misma de 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 la 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 (0,24 veces a Septiembre 2012)
Nivel de Endeudamiento Individual CCNI	Inferior a 2,25 veces (0,23 veces a Septiembre 2012)
Nivel de Endeudamiento Individual AGUNSA	Inferior a 1,5 veces (0,37 veces a Septiembre 2012)
Nivel de Endeudamiento Individual Portuaria Cabo Froward	Inferior a 1,35 veces (0,58 veces a Septiembre 2012)
Cobertura Individual de Servicio de Deuda	Superior a 2,0 veces (4,46 veces a Septiembre 2012)
Patrimonio mínimo	US\$ 175 millones (US\$ 313,622 millones a Septiembre 2012)

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