



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

A n a l i s t a

Elisa Villalobos H.

Tel. (56) 22433 5200

elisa.villalobos@humphreys.cl

Grupo Empresas Navieras S.A.

Enero 2015

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

Tipo de instrumento	Categoría
Bonos Tendencia	BBB+ En Observación
Acciones Tendencia	Primera Clase Nivel 4 Estable
EEFF base	Septiembre de 2014

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\$	2009	2010	2011	2012	2013	Ene-Sep 2013	Ene-Sep 2014
Ingresos de Actividades Ordinarias	917.194	1.273.860	1.508.071	1.482.146	1.404.494	1.031.794	1.062.019
Costo de ventas	-876.453	-1.109.953	-1.492.398	-1.340.623	-1.282.097	-939.839	-998.626
Ganancia Bruta	40.741	163.907	15.673	141.523	122.397	91.955	63.393
Gastos de administración	-67.600	-75.597	-81.263	-89.552	-95.418	-66.146	-68.104
Resultado operacional	-26.510	85.535	-67.466	52.830	25.445	23.507	9.338
Costos financieros	-9.516	-10.068	-13.142	13.414	-13.042	-10.654	-13.909
Utilidad del Ejercicio	-20.082	69.402	-46.193	43.615	46.350	28.300	17.503
EBITDA ¹	-11.570	105.655	-46.253	76.299	47.699	40.626	62.659

¹ EBITDA definido como resultado operacional + depreciación y amortización.

Balance General Consolidado IFRS							
M US\$	2009	2010	2011	2012	2013	Ene-Sep 2013	Ene-Sep 2014
Activos Corrientes	226.671	294.632	308.899	311.924	280.484	268.978	362.992
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	71.277	99.858	63.263	60.169	58.153	51.327	54.923
Activos No Corrientes	395.356	404.717	473.589	489.530	578.908	557.891	684.785
Total Activos	622.027	699.349	782.488	801.454	859.392	826.869	1.047.777
Pasivos Corrientes	244.545	249.771	268.528	248.161	285.265	256.044	394.331
Pasivos No Corrientes	190.750	189.868	229.564	235.464	227.777	237.298	288.844
Pasivos Totales	435.295	439.639	498.092	483.625	513.042	493.342	683.175
Patrimonio total	186.732	259.710	284.396	317.829	346.350	333.527	364.602
Patrimonio y Pasivos, Total	622.027	699.349	782.488	801.454	859.392	826.869	1.047.777
Deuda Financiera	165.364	204.628	258.577	252.639	262.072	260.382	386.494

Opinión

Grupo Empresas Navieras S.A. (GEN) es la sociedad matriz de las sociedades 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 Calama, La Serena y Punta Arenas y, a través de sus filiales, en otras sociedades, tanto nacionales como extranjeras (algunas constituidas sólo como vehículos de inversión).

Cabe señalar que el contexto de este informe se genera en el proceso de venta que está llevando a cabo CCNI y que contempla la enajenación de los servicios *de transporte de contenedores o "liner container"* que la sociedad opera actualmente. La oferta de compra fue realizada por la compañía Hamburg Sud por un monto igual a US\$ 160 millones y que contempla la venta de: i) la línea de negocio de transporte marítimo de carga en contenedores, ii) marca, logo y nombre de CCNI, iii) el parque de contenedores, iv) contratos de carga, v) el subarriendo de cuatro naves portacontenedores de 9.000 TEU, actualmente en construcción y vi) el traspaso de los contratos de trabajo del personal de CCNI. Los ingresos generados por esta área de negocios en CCNI, representan cerca del 90% de los ingresos totales de CCNI. Por otra parte, la consecuencia directa de concretarse esta operación es que CCNI deberá poner término al contrato de

agenciamiento con su relacionada Agunsa. De esta forma, se estima que los ingresos de Agunsa caerían alrededor de un 24%² por el término de este contrato. En contraposición, la venta de la línea de negocio de contenedores permite al grupo desprenderse de una unidad que en el pasado ha generado pérdidas importantes y focalizarse en el transporte de vehículos, rubro que ha exhibido un mejor desempeño, pero que a futuro podría verse debilitado si resultares ciertas las acusaciones de colusión que recaen sobre CCNI³. Bajo este contexto, la perspectiva de la clasificación se ha calificado “*En Observación*”.

Entre enero y septiembre de 2014 **GEN** generó ingresos consolidados por US\$ 1.062 millones y un EBITDA de US\$ 62,6 millones. Los ingresos crecieron un 2,9%, respecto al mismo periodo de 2013, principalmente por el efecto de la consolidación de los ingresos de la subsidiaria indirecta SCL Terminal Aéreo Santiago S.A. Sociedad Concesionaria. Lo anterior, responde a la compra de acciones realizada por Agunsa, alcanzando una participación de un 51,79% en la propiedad de la concesión.

A la misma fecha la deuda financiera consolidada alcanzaba los US\$ 386,5 millones (de los cuales US\$ 48,7 millones corresponden a las obligaciones con el público por parte de **GEN**), con un patrimonio total de US\$ 364,6 millones.

En los nueve primeros meses de 2014, sus principales filiales, CCNI, Agunsa y Cabo Froward, tuvieron ingresos por US\$ 593,5 millones, US\$ 466,5 millones y US\$ 18,7 millones, respectivamente. La deuda financiera consolidada a septiembre, que asciende a US\$ 386,5 millones, corresponde en un 68,1% a obligaciones de Agunsa, en 7,2% a CCNI, en 6,7% a Cabo Froward y el 18,1% restante a la matriz.

En los últimos cinco años el emisor ha percibido, en promedio, por concepto de dividendos de filiales, US\$ 7,0 millones anuales, de los cuales cerca del 65,4% provino de Agunsa.

La clasificación de riesgo asignada a la emisión de los títulos de deuda con cargo a la línea de bonos de la compañía, se sustenta 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 relacionado. También se reconoce el que **GEN** sea la controladora de sus principales inversiones, Agunsa y Froward (CCNI se deja afuera de este análisis producto de las pérdidas históricas que ha registrados, además por el hecho de concretarse la venta de los servicios *de* transporte de contenedores), 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 al nivel de su deuda financiera individual. Sólo las acciones de la filial Agunsa presentan una

² Esta estimación se obtiene del Informe del Evaluador Independiente Alejandro García-Huidobro, publicado en la página *web* de Agunsa.

³ La Fiscalía Nacional Económica (FNE) acusó ante el Tribunal de Defensa de la Libre Competencia (TDLC) a una serie de navieras, entre ellas CCNI, de haberse coludido en la contratación de transporte marítimo de automóviles de distintas marcas desde el año 2000. De acuerdo a lo comunicado por la empresa, CCNI no habría incurrido en las prácticas que la FNE le imputa.

valorización, según el precio en bolsa promedio de los últimos 12 meses, de US\$ 264,8 millones⁴. Así, el precio bursátil de Agunsa ponderando por la propiedad de GEN en ella es de US\$ 184,9 millones. Esta cifra corresponde a 3,8 veces la deuda financiera individual del emisor. Cabe señalar que esta fortaleza está supeditada a que el precio de las acciones de Agunsa no presente fuertes fluctuaciones que menoscaben su valor.

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 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.

En forma complementaria, también se incorpora 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 Agunsa y Cabo Froward.

En particular, 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 elevada concentración de sus ingresos en alguno de sus clientes. 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.

A futuro, la clasificación de la línea de bonos de **GEN** podría mejorar en la medida que la empresa aumente su diversificación de ingresos y/o eleve de manera consolidada su generación de flujos de caja.

⁴ Mientras que la valorización de Agunsa según el precio en bolsa al 8/01/2015 es de US\$ 256,9 millones. De esta forma, el valor bursátil de Agunsa ponderado por la propiedad de GEN es de US\$ 179,4 millones. Esta última cifra corresponde a 3,7 veces la deuda financiera individual de GEN.

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.

Las acciones se han clasificado en “*Primera Clase Nivel 4*” en virtud que su presencia bursátil promedio se ha situado en torno a un 0,5% durante los últimos diez meses. Esta ha caído paulatinamente, en marzo de 2012 fue de 30,5%, en septiembre de 2012 fue de 12,9%, para finalizar el año en 6,9%. A noviembre de 2014 la presencia se sitúa en 0,6%.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

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

Fortalezas complementarias

- Interrelación en el negocio de las filiales.

Fortalezas de apoyo

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

Riesgos considerados

- Volatilidad de sector naviero y volatilidad de resultados de CCNI (riesgo muy elevado, que podría disminuirse por venta de negocio).
- 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 (riesgo administrable).

Hechos recientes

Resultados a 2013

Al 31 de diciembre de 2013, **GEN** generó ingresos consolidados por US\$ 1.404 millones⁵ y un EBITDA por US\$ 47,7 millones. Los ingresos cayeron 5,2%, respecto al mismo periodo de 2012. Esta caída se debe a la baja en 8,3% en los ingresos de CCNI, por la menor actividad marítima. Por su parte, los ingresos de Agunsa disminuyeron un 0,7%, mientras que en el caso de Froward se incrementaron un 4,7% lo cual no genera un impacto demasiado significativo considerando que esta última filial representa un 2,1% de los ingresos consolidados totales.

⁵ La suma de los ingresos individuales es mayor a la consolidada, dadas las ventas entre filiales, aunque en una proporción muy pequeña.

En CCNI los ingresos disminuyeron 8,3% llegando a US\$ 841,5 millones como consecuencia del menor volumen transportado en contenedores y menor nivel general de precios de los fletes. A pesar de que los costos de venta disminuyeron 6,6%, la ganancia bruta se redujo en 54,3%, lo que se explica por la estructura más bien fija de los costos. Si a este resultado se le agrega el incremento de 1,5% en los gastos de administración, que totalizan US\$ 23,2 millones, esto impacta en el resultado operacional de la compañía finalizando con pérdidas iguales a US\$ 8,3 millones. Así, se revierten los números positivos de 2012. Por su parte, el resultado del ejercicio pasó de una ganancia de US\$ 9,3 millones, en 2012, a una menor por US\$ 163.000. El EBITDA siguió la misma tendencia, en 2012 alcanzó los US\$ 17,6 millones, mientras que 2013 cerró con un valor negativo de US\$ 2,1 millones.

Para Agunsa los ingresos disminuyeron un 0,7%, totalizando US\$ 556,5 millones. Este efecto se compensó con una disminución de 0,9% de los costos de venta, con lo que el margen de explotación se elevó hasta US\$ 97,0 millones, lo que representa un crecimiento de 0,3% en el período. Por su parte, los gastos de administración aumentaron en 5,3%, hasta US\$ 61,9 millones, derivando en que el resultado operacional se redujera en 5,6%, hasta US\$ 33,8 millones. Finalmente, como la empresa ha decidido potenciar nuevos negocios que representan márgenes altos, como son las representaciones y la explotación de negocios logísticos, la utilidad de Agunsa, producto de las ganancias contabilizadas por el método de participación, creció 19,2%, llegando a US\$ 42,4 millones, no obstante el EBITDA disminuyó 5,6%, situándose en US\$ 45,4 millones.

Por su parte, los ingresos de explotación de Froward crecieron 4,7%, hasta US\$ 30,6 millones. Este aumento se debe al incremento en las toneladas transferidas. Los costos de ventas y los gastos de administración, aunque crecieron 2,2% y 14,1%, respectivamente, no mellaron el crecimiento del resultado operacional, el que creció 3,5% hasta US\$ 6,4 millones. La utilidad del ejercicio disminuyó un 13,9% y el EBITDA, en tanto, aumentó un 2,9% hasta US\$ 10,6 millones.

Considerando los resultados antes descritos de las filiales, en 2013 **GEN** obtuvo un resultado de explotación de US\$ 25 millones, lo que implicó una disminución de 51,8%, principalmente por la pérdida de CCNI.

Resultados a septiembre de 2014

Al tercer trimestre de 2014, **GEN** generó ingresos por US\$ 1.062 millones y EBITDA por US\$ 62,7 millones. El primero de estos ítems presenta un aumento de 2,9% respecto del mismo periodo de 2013. Este incremento se debe, principalmente, por los mejores ingresos en el segmento de agenciamiento y de concesiones como efecto de la consolidación de Terminal Aéreo de Santiago S.A. Sociedad Concesionaria en Agunsa.

Los ingresos en CCNI disminuyeron 4,5% llegando a US\$ 593,4 millones, esto producto de los menores contenedores transportados, y la consecuente menor utilización de la capacidad de las naves. A su vez, la compañía enfrentó menores niveles en los precios de los fletes. La disminución de los costos, en un 1,2%, no fue suficiente para compensar la baja de los ingresos y producto de ello la compañía finalizó el periodo con

pérdidas brutas negativas por US\$ 9,7 millones. Por su parte, los gastos de administración descendieron un 2,5% a US\$ 15,9 millones, así la pérdida operacional de la compañía fue de US\$ 25,4 millones. El EBITDA finalizó el periodo con un valor negativo de US\$ 22,6 millones.

Por su parte en Agunsa, y producto de la incorporación de SCL Terminal Aéreo Santiago S.A. en los estados financieros consolidados, tuvo un fuerte aumento en los ingresos y una reducción en el margen de explotación. Los ingresos crecieron un 15,3% a US\$ 466,5 millones, mientras que el margen de explotación experimentó una caída igual a 9,9% a US\$ 65,7 millones, debido a que el costo de venta de la empresa creció un 20,8%. El resultado operacional de la compañía se contrajo un 38,2% a US\$ 17,8 millones. Sin embargo, el EBITDA de la compañía crece un 72,8% a US\$ 65,0 millones principalmente porque las amortizaciones en inversiones son el principal costo operacional de SCL. Así, la utilidad de la compañía finalizó, a septiembre de 2014, en US\$ 35,2 millones lo que representa un aumento de 6,8%, respecto del mismo periodo del año anterior.

Por su parte, los ingresos de explotación de Froward disminuyeron 23,1%, hasta US\$ 18,7 millones. Lo anterior se debe a la disminución del tonelaje transferido de carbón por la paralización de las centrales Bocamina I y II, sumado al paro portuario de enero de 2014, mientras que el costo de venta de la compañía disminuyó un 19,2% a US\$ 12,4 millones. Así, la ganancia bruta disminuyó un 29,7% a US\$ 6,4 millones. De esta forma, el resultado operacional de la compañía cayó un 58,7% a US\$ 2,6 millones. El EBITDA de la compañía se contrajo un 41,6% a US\$ 5,5 millones.

Con todo lo anterior, a septiembre de 2014 **GEN** obtuvo un resultado de explotación de US\$ 9,3 millones, lo que implicó una disminución de 60,2%.

Las obligaciones financieras de GEN crecieron un 48,4% a US\$ 386,4 millones, producto de la consolidación de SCL en los estados financieros.

Eventos recientes

El 18 de junio de 2014, Agunsa informó la compra de 430 acciones de la sociedad SCL Terminal Aéreo de Santiago S.A. Sociedad Concesionaria. La comprar, por un monto de UF 46.354, equivale a un 4,77% del capital de la sociedad concesionaria de esta forma la participación de Agunsa en este última pasó de 47,02% a 51,79%.

El 25 de julio de 2014, a través de un hecho esencial, la filial de **GEN**, CCNI, anunció la oferta de compra recibida por la naviera alemana Hamburg Sud por las líneas de negocio correspondiente a los servicios de "liner container" que la sociedad opera. La oferta comprende la adquisición de todos los negocios de transporte marítimo de contenedores, la marca, logo y nombre de CCNI, su parque de contenedores, los contratos de carga y de fletamiento por tiempo de naves. Según se señaló, el precio ofertado es de US\$ 160 millones, que de concretarse la operación se estima que CCNI reconocería utilidades financieras del orden del US\$ 85 millones.

A raíz de esto, CCNI dará término anticipado al contrato de servicios de agenciamiento suscrito entre esta última y Agunsa, también filial de **GEN**. De concretarse la venta de los servicios “liner container”, CCNI ha acordado pagar a Agunsa un monto cercano US\$ 30 millones por concepto del término anticipado del contrato. Adicionalmente, CCNI pagará una compensación por US\$ 10,3 millones como forma de precaver cualquier litigio eventual relacionado con la facultad legal de CCNI de dar término anticipado del mismo.

El 31 de julio de 2014, la empresa informó la decisión de postergar el plan de reorganización del grupo **GEN**, que contemplaba la fusión de las filiales Agunsa, Portuario Cabo Froward y Portuaria Mar Austral. A esta última GEN le aportaría previamente sus inversiones portuarias.

El 29 de enero de 2015, CCNI tomó conocimiento de que la Fiscalía Nacional Económica (FNE) presentó un requerimiento ante el Tribunal de la Libre Competencia (TDLC) en contra de varias empresas navieras, entre ellas CCNI, en el que se les acusa de haberse coludido en varios procesos de contratación de transporte marítimo de automóviles. Según señala la empresa, estiman que CCNI no habría incurrido en las prácticas que la FNE le imputa.

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 En Observación

Corresponde a aquella clasificación cuyos emisores están expuestos a situaciones particulares que podrían afectar positiva o negativamente la clasificación de riesgo asignada. También, cuando los emisores están bajo situaciones cuyos efectos no se pueden prever en forma razonable a la fecha de clasificación.

Primera Clase Nivel 4

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

Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que 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 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 (filial en proceso de venta), han sido recurrentes en el tiempo. Si bien **GEN** data del año 1983, sus principales filiales, CCNI y Agunsa, tienen 84 años y 54 años de historia, habiendo operado en distintos ciclos económicos y políticos. Además, se reconoce el apoyo financiero entregado por la empresa a su filial CCNI 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, por la estabilidad presentada por Agunsa y Portuaria Cabo Froward. Asimismo, este *mix* permite la entrega a sus clientes de una oferta completa, a través de servicios de transporte marítimo (que con la venta de CCNI dejaría de ofrecer este servicio), portuarios, y de distribución de productos. En los últimos cinco años, los dividendos provenientes de Agunsa han representado cerca del 65,4% del total recibido por **GEN**.

Control de la política de dividendos: **GEN** es controlador de CCNI (en proceso de venta), 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 74,27% de CCNI, el 69,83% de Agunsa y el 66,00% de Froward. En los últimos cinco años, los ingresos por dividendos han fluctuado entre US\$ 4,2 millones y US\$ 11,7 millones.

Fortalezas de Agunsa: Esta empresa se ha caracterizado por un adecuado rendimiento operacional y un fuerte posicionamiento dentro de su mercado, lo que le da una mayor estabilidad a **GEN**, ayudando con ello a compensar, al menos en parte, la volatilidad que ha mostrado CCNI a lo largo del tiempo. 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. Entre los años 2009 y 2013 la sociedad ha mantenido un margen EBITDA del orden del 8,3%.

Participaciones accionarias: Las dos principales filiales de **GEN** (Agunsa y Froward, sin considerar CCNI puesto que está a la venta) 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, Agunsa tendría un valor de US\$ 264,7 millones y Froward de US\$ 28,1 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 y 2012 ejercicios con ganancias.

Riesgos asociados a CCNI: Si bien la línea de negocios de “liner container” de esta filial se encuentra en proceso de venta, se debe mencionar que 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 mencionar que CCNI registró pérdidas en tres de los últimos seis ejercicios terminados, esto es entre 2008 y 2013 incluidos. Mientras que a septiembre de 2014 la empresa presenta pérdidas por US\$ 21,3 millones.

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 el término del período de concesión del Aeropuerto de Santiago que 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, Coronel y Calbuco.

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.

Exposición al tipo de cambio: Por sus inversiones y actividades en el exterior, propios de su actividad, las fluctuaciones en la paridad del tipo cambio afectan tanto el balance de la compañía como sus resultados, debido a que un 77% de los ingresos de **GEN** se generan en dólares, mientras que un 59% de los costos de la compañía se expresan en esa moneda.

Antecedentes generales

Historia

Grupo Empresas Navieras S.A. se creó en 1983, en la ciudad de Valparaíso, con el nombre de Euroandina de Inversiones S.A.

El objeto principal de la compañía es la inversión en acciones y valores mobiliarios, manteniendo actualmente participación accionaria directa o derechos en las siguientes empresas: Compañía Chilena de Navegación Interoceánica S.A. (filial en proceso de venta), 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., Angol Navigation Ltd., Arauco Navigation Ltd. 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 30 de septiembre de 2014, se presentan a continuación:

Sociedad	% de 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%
BTG Pactual Small Cap Chile Fondo de Inversión	6,59%
Soc. Nacional de Valores S.A.	5,91%
BTG Pactual Chile Corredores De Bolsa	5,47%

Del Bene Inversiones S.A.	4,61%
Banchile Corredores de Bolsa S.A.	2,82%
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%
Chile Fondo de Inversión Small Cap	1,35%
Otros	5,25%

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

Directorio y ejecutivos

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

Nombre	Cargo
Jose Manuel Urenda Salamanca	Presidente
Antonio Jabat Alonso	Vicepresidente
Hernan Soffia Prieto	Director
Beltrán Felipe Urenda Salamanca	Director
Franco Montalbetti Moltedo	Director
Mario Valcarce Duran	Director
Gonzalo Rojas Vildosola	Director
Francisco Gardeweg Ossa	Director
Jaime Cuevas Rodríguez	Director

La administración de la compañía está conformada por el Sr. Felipe Irrarrázaval Ovalle 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) (en proceso de venta área "liner container")

CCNI: Estado de Resultados Consolidado IFRS								
M US\$	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Ene-Sep 2013	Ene-Sep 2014
Ingresos de Actividades Ordinarias	976.909	611.116	822.544	939.033	918.045	841.466	621.331	593.487
Costo de ventas	-991.468	-643.026	-742.229	-1.016.378	-884.064	-825.946	-610.632	-603.230
Ganancia Bruta	-14.559	-31.910	80.315	-77.345	33.981	15.520	10.699	-9.743
Gastos de administración	-17.343	-17.341	-21.210	-20.483	-22.892	-23.227	-16.270	-15.859
Resultado operacional	-31.902	-49.251	59.259	-98.116	10.834	-8.306	-5.742	-25.434
Costos financieros	-3.289	-2.660	-2.956	-2.212	-2.183	-1.881	-1.373	-1.213
Utilidad del Ejercicio	-30.666	-41.675	47.041	-78.730	9.323	163	-7.101	-21.342
EBITDA	-31.902	-49.251	67.341	-90.806	17.638	-2.128	-1.211	-22.620

Antecedentes generales

CCNI, con 84 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 entrega servicios en distintas rutas, especializándose en Asia, América y El Caribe, principalmente en viajes desde y hacia Sudamérica, 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".

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.

A la fecha la compañía opera con más de 27 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.

Tal como se ha mencionado anteriormente, el negocio de "liner container" de esta filial se encuentra en proceso de venta, donde la naviera alemana compraría estos servicios que la sociedad opera actualmente. La oferta de compra realizada fue por un monto igual a US\$ 160 millones y que contempla la venta de: i) la línea de negocio de transporte marítimo de carga en contenedores, ii) marca, logo y nombre de CCNI, iii) el parque de contenedores, iv) contratos de carga, v) el subarriendo de cuatro naves portacontenedores de 9.000 TEU, actualmente en construcción y vi) el traspaso de los contratos de trabajo del personal de CCNI. Los ingresos generados por esta área de negocios en CCNI, representan cerca del 90% de los ingresos totales de CCNI. Por otra parte, la consecuencia directa de concretarse esta operación es que CCNI deberá poner término al contrato de agenciamiento con su relacionada Agunsa.

Sin embargo, hasta que no se concrete esta operación, persisten los riesgos que afectan a la industria de transporte marítimo, donde se destaca la volatilidad de los resultados, esencialmente, por la variabilidad del precio del petróleo, principal insumo del sector, y por la inestabilidad de la tarifas de fletes, producto de los cambios en la relación entre oferta y demanda de carga. CCNI como participante del negocio naviero no es ajeno a este tipo de exposición, lo cual se ve reflejado en el Ebitda negativo presentado en cuatro de los seis últimos periodos terminados. Es así como a septiembre de 2014, la empresa muestra un Ebitda negativo por US\$ 22,6 millones.

Otro riesgo es su alto endeudamiento que, si bien ha ido disminuyendo, se mantiene en 2,0 veces medido como la relación deuda/ patrimonio.

Agencias Universales S.A. (Agunsa)

AGUNSA: Estado de Resultados Consolidado IFRS								
M US\$	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Ene-Sep 2013	Ene-Sep 2014
Ingresos de Actividades Ordinarias	384.388	313.146	457.128	572.739	560.386	556.549	404.765	466.528
Costo de ventas	-304.029	-246.496	-380.387	-486.980	-463.706	-459.536	-331.843	-400.836
Ganancia Bruta	80.359	66.650	76.741	85.759	96.680	97.013	72.922	65.692
Gastos de administración	-49.451	-46.826	-49.312	-55.319	-58.792	-61.905	-43.060	-46.438
Resultado operacional	30.908	19.824	25.266	27.741	35.820	33.821	28.775	17.786
Costos financieros	-7.246	-6.076	-5.978	-6.819	-6.919	-7.174	-6.190	-9.126
Utilidad del Ejercicio	17.719	16.758	18.743	25.958	35.545	42.375	32.904	35.150
EBITDA	38.434	31.563	36.798	39.129	48.086	45.418	37.622	65.015

AGUNSA: Balance General Consolidado IFRS								
M US\$	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Ene-Sep 2013	Ene-Sep 2014
Activos Corrientes	99.163	130.768	130.867	147.413	167.628	171.515	167.250	255.893
Efectivo y equivalentes	24.153	32.203	26.414	27.896	34.724	25.133	28.761	43.631
Activos No Corrientes	190.138	197.768	211.816	237.987	252.557	299.836	286.658	375.738
Total Activos	289.301	328.536	342.683	385.400	420.185	471.351	453.908	631.631
Pasivos Corrientes	79.248	92.868	107.576	130.820	148.287	180.674	162.692	266.762
Pasivos No Corrientes	101.510	117.524	112.242	111.709	109.301	116.618	120.856	165.255
Pasivos Totales	180.758	210.392	219.818	242.529	257.588	297.292	283.548	432.017
Patrimonio total	108.543	118.093	122.865	142.871	162.597	174.059	170.360	199.614
Patrimonio y Pasivos, Total	289.301	328.536	342.683	385.400	420.185	471.351	453.908	631.631
Deuda Financiera	99.465	124.642	119.218	116.332	118.926	149.023	139.538	263.177

Antecedentes generales

La compañía tiene sus orígenes en 1960, dada la necesidad de 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 51,79% 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. (99,3% de la propiedad), cuyo objeto es el desarrollo de infraestructura, instalaciones y la concesión portuaria de un área

para la atención de pasajeros de cruceros de turismo en el Terminal de Pasajeros del Puerto de Valparaíso, 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 endeudamiento⁶ -2,1 veces a septiembre de 2014- y la alta concentración de sus clientes, dado que los cinco principales representan alrededor del 32,33% de los ingresos de la compañía. Tal como se mencionó anteriormente, producto de este cese de contrato, los ingresos caerán alrededor de 24%, el EBITDA de la compañía podría reducirse en cerca de un 32% y la utilidad se vería afectada en alrededor de 40%. Esta estimación se obtiene del Informe del Evaluador Independiente Alejandro García-Huidobro, publicado en la página web de Agunsa.

Negocio tradicional

El negocio tradicional de servicios a las cargases 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 al negocio de depósito de contenedores. .

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 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. Si bien la empresa repostuló al nuevo periodo de concesión del aeropuerto de Santiago, cuyas obras contemplan una inversión de US\$ 700 millones, su propuesta no se habría adjudicado el proyecto.

⁶Medido como pasivos totales sobre patrimonio total.

Portuaria Cabo Froward S.A.

CABO FROWARD: Estado de Resultados Consolidado IFRS								
M US\$	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Ene-Sep 2013	Ene-Sep 2014
Ingresos de Actividades Ordinarias	22.613	17.869	20.284	25.536	29.202	30.575	24.339	18.715
Costo de ventas	-13.821	-12.005	-13.225	-18.268	-19.903	-20.344	-15.285	-12.356
Ganancia Bruta	8.792	5.864	7.059	7.268	9.299	10.231	9.054	6.359
Gastos de administración	-2.956	-2.411	-2.760	-3.148	-3.458	-3.946	-2.791	-2.590
Resultado operacional	6.182	3.802	3.532	4.859	6.149	6.363	6.307	2.605
Costos financieros	-815	-690	-782	-1.575	-1.823	-1.466	-1.141	-849
Utilidad del Ejercicio	4.343	2.625	2.432	2.331	3.646	3.140	3.695	898
EBITDA	9.813	7.521	7.158	8.645	10.257	10.555	9.430	5.506

CABO FROWARD: Balance General Consolidado IFRS								
M US\$	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Ene-Sep 2013	Ene-Sep 2014
Activos Corrientes	6.640	5.853	13.395	7.847	6.164	5.431	6.896	8.073
Efectivo y equivalentes	323	1.535	4.687	4.214	2.263	519	954	754
Activos No Corrientes	70.156	83.695	90.545	89.365	90.249	88.318	89.239	85.924
Total Activos	76.796	89.548	103.940	97.212	96.413	93.749	96.135	93.997
Pasivos Corrientes	7.035	10.777	12.332	6.579	11.363	11.040	11.523	10.727
Pasivos No Corrientes	20.011	27.183	38.843	36.722	30.218	26.410	27.925	28.722
Pasivos Totales	27.046	37.960	51.175	43.301	41.581	37.450	39.448	39.449
Patrimonio total	49.750	51.588	52.765	53.911	54.832	56.299	56.687	54.548
Patrimonio y Pasivos, Total	76.796	89.548	103.940	97.212	96.413	93.749	96.135	93.997
Deuda Financiera	10.735	16.004	38.160	37.865	34.386	27.864	29.587	25.740

Antecedentes generales

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

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

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

Antofagasta Terminal Internacional S.A. (ATI)

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

En 2013, bajo IFRS, los ingresos de la empresa fueron iguales a US\$ 45 millones presentado un aumento de 26,0% respecto de 2012. De este modo, la compañía logró revertir las pérdidas que experimentó en 2012, finalizando 2013 con cifras positivas iguales a US\$ 6,3 millones.

Terminal Puerto Arica S.A. (TPA)

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

En 2013, bajo IFRS, los ingresos de explotación aumentaron 22% hasta US\$ 47,6 millones, y la utilidad de la empresa llegó a US\$ 6,7 millones, lo que representa un aumento de 41,6% respecto a igual período de 2012.

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 2013 ITI logró ingresos por US\$ 36 millones y una ganancia de US\$ 7,0 millones.

Terminal Portuaria Mar Austral S.A.

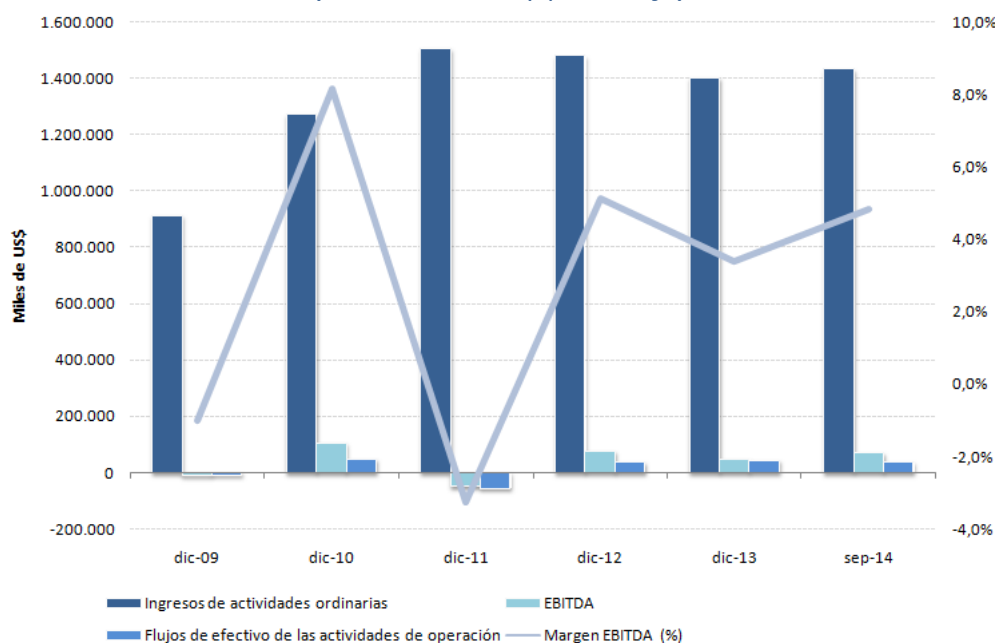
Esta sociedad fue constituida el 4 de julio de 2008 como primer paso para un futuro proyecto de puerto ubicado en la zona de Laguna Verde. El patrimonio de esta sociedad es de US\$ 9.00 a diciembre de 2013.

Análisis financiero de GEN⁷

Evolución de los ingresos y EBITDA

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 la filial CCNI. Desde 2011 al cierre de 2013, la tendencia muestra una leve pero constante disminución en los ingresos, principalmente por las menores tarifas que el transporte marítimo ha debido enfrentar, rubro asociado a CCNI. Sin embargo, desde 2012 y al cierre del año móvil a septiembre de 2014, la compañía ha logrado mantener un EBITDA consolidado positivo con márgenes EBITDA promedio de 4,5%. Esto niveles responden, principalmente, al buen desempeño de Agunsa cuya generación de caja sobre ingresos es de alrededor de 10%, y aporta, estimativamente, el 70% del EBITDA consolidado de la compañía.

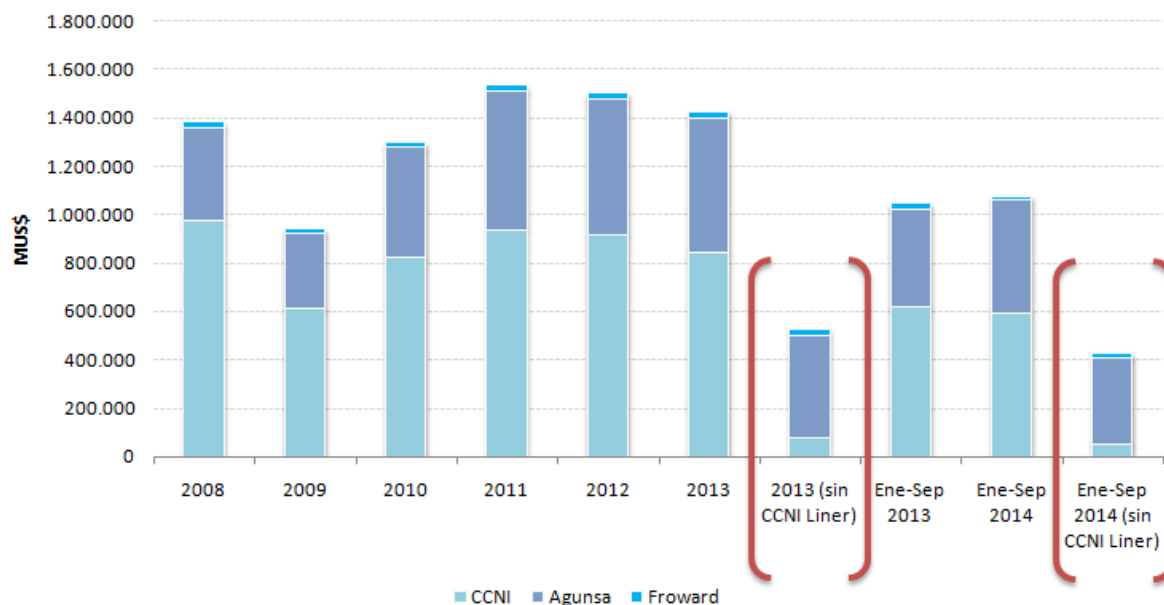
Ilustración 1
Evolución de los ingresos, EBITDA, Flujo de la operación y Margen EBITDA
(Miles de dólares y porcentaje)



A modo de sensibilizar los efectos de la venta de los servicios "liner container" de CCNI, a la cual ya se hizo referencia, es posible establecer que los ingresos consolidados de GEN caerían cerca de un 60%. Por un lado, a la disminución de los ingresos de CCNI en cerca de un 90%, se sumaría la pérdida del contrato de agenciamiento CCNI-Agunsa, que provocaría en esta última filial una caída en sus ingresos del orden de 24%, tal como se ve en la Ilustración 2.

⁷ Los datos a 2013 para efectos comparativos en este análisis, se consideran como año móvil de octubre 2012 a septiembre 2013.

Ilustración 2
Estimación de los ingresos tras la venta de los servicios "liner container" de CCNI
(Miles de dólares)



Asimismo, tras la venta, el EBITDA de Agunsa podría caer en alrededor de 32%, lo que de concretarse podría generar presión en los flujos de **GEN**. Sin embargo, la parte que no entra en el proceso de venta de CCNI recibiría ingresos por el arriendo de portacontenedores, entre otros ítems, que podrían compensar la pérdida en los ingresos y EBITDA de Agunsa.

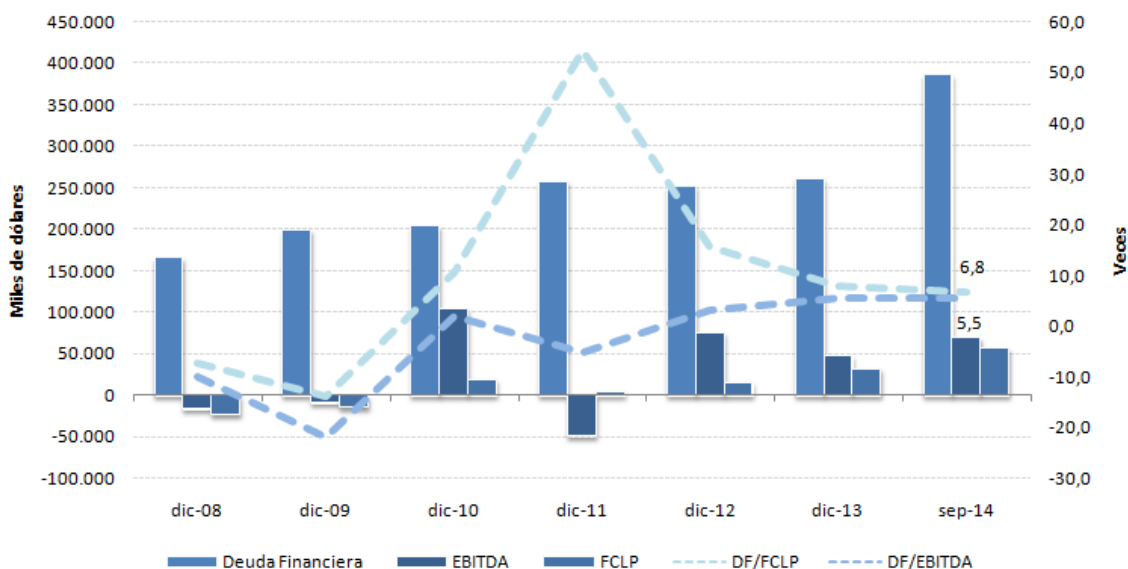
Evolución del endeudamiento y la liquidez

Al 30 de septiembre de 2014 los pasivos financieros consolidados de **GEN** alcanzaban a US\$ 386,5 millones, lo que significa un alza de 47,5% respecto de diciembre de 2013, tal como se muestra en Ilustración 3. Lo anterior es producto de la consolidación en Agunsa de los estados financieros de SCL Terminal Aéreo Santiago. De éstos, un 75,2% correspondía a obligaciones con bancos, un 10,6% a arrendamientos financieros y un 12,6% a los bonos emitidos en 2011. La porción corriente de la deuda financiera alcanzaba a un 34,7% del total.

Pese al aumento de la deuda financiera, la empresa ha mostrado un mejor desempeño en términos de EBITDA y de Flujo de Caja de Largo Plazo⁸ (FCLP). De esta forma, si la compañía en 2012 mostraba ratios de Deuda Financiera sobre FCLP iguales a 15,6 veces a septiembre de 2014 este ratio es igual a 6,8 veces.

⁸El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

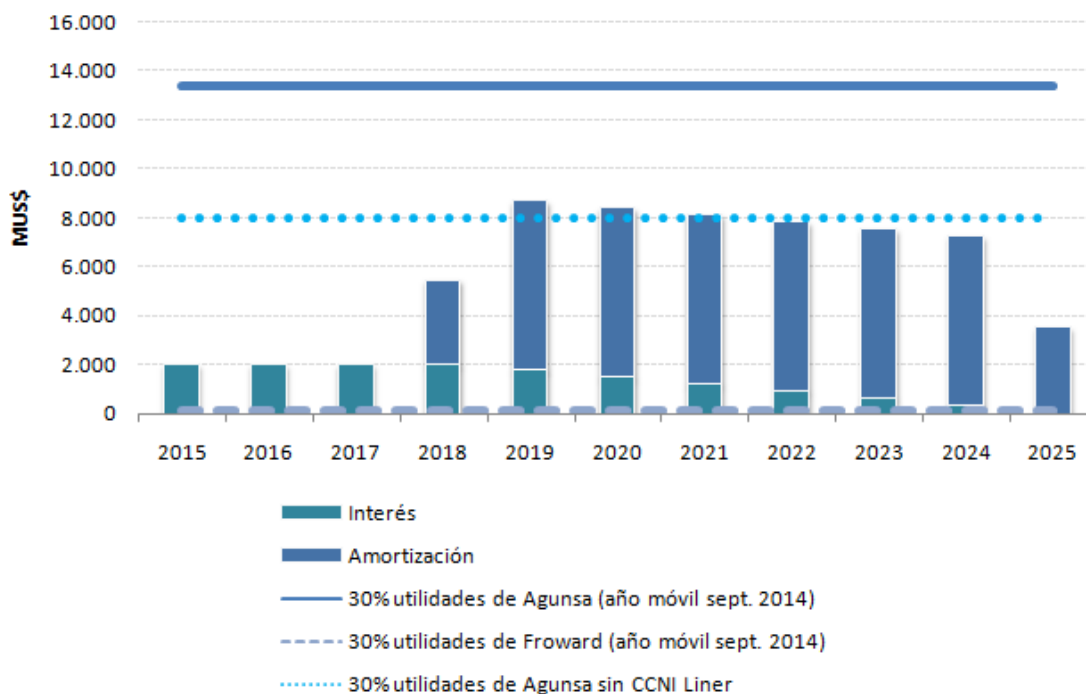
Ilustración 3
Evolución de la deuda financiera, EBITDA y FCLP
(Miles de dólares)



En el gráfico a continuación se puede observar el perfil de vencimientos del bono de **GEN** comparado con los escenarios de reparto de dividendos de sus filiales, excluyendo a CCNI de todo escenario puesto que sus resultados son altamente variables y además por el proceso de venta por el que está atravesando. Considerando las utilidades del año móvil terminado en septiembre de 2014, puede verse que basta un reparto de 30% 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 utilidades todos los años.

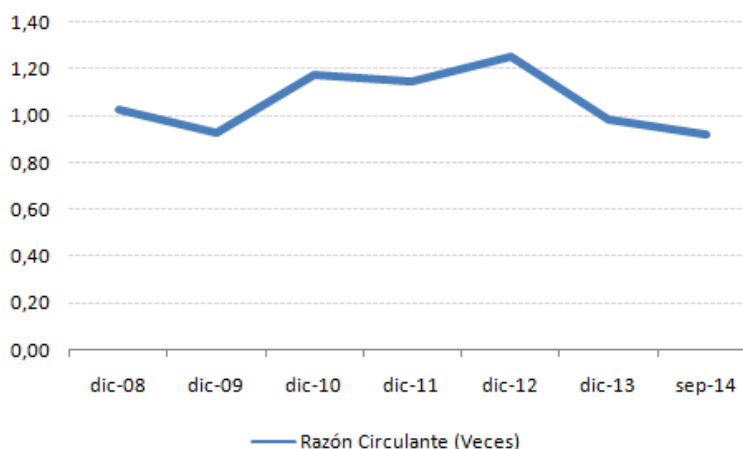
De concretarse la venta de los servicios "Liner Container" de CCNI, la utilidad de Agunsa también sufriría un menoscabo por lo mencionado anteriormente, de esta forma **GEN** dispondría de menores flujos a la hora de recibir los dividendos de sus filiales y afrontar los pagos del bono. Si la compañía no es capaz de compensar la pérdida de flujos de Agunsa, a través de nuevos negocios de sus filiales o de esta misma, podría no tener las holguras necesarias para hacer frente al pago en los años 2019, 2020 y 2021. Sin embargo, en los años anteriores a estos vencimientos existen importantes holguras que pueden ser administradas para hacer frente a estos pagos (también existe la posibilidad de aumentar el porcentaje de utilidades que se reparten como dividendos).

Ilustración 4
Perfil de vencimientos bono 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), 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*. En 2009 estuvo en 0,93 veces y en los últimos doce meses, medido a septiembre de 2014, está en niveles inferiores uno. Lo anterior es por el aumento de los pasivos financieros corrientes, producto de las mayores obligaciones con bancos que enfrenta la empresa. A nivel de filial, la liquidez de Agunsa al año móvil finalizado en septiembre de 2014 fue igual a 0,9 veces, mientras que CCNI es de 0,8 veces. A lo largo del tiempo de evaluación la compañía ha presentado un indicador variable, dependiente de sus resultados (que pueden consumir efectivo y equivalentes al efectivo).

Ilustración 5
Evolución de la liquidez
(Veces)

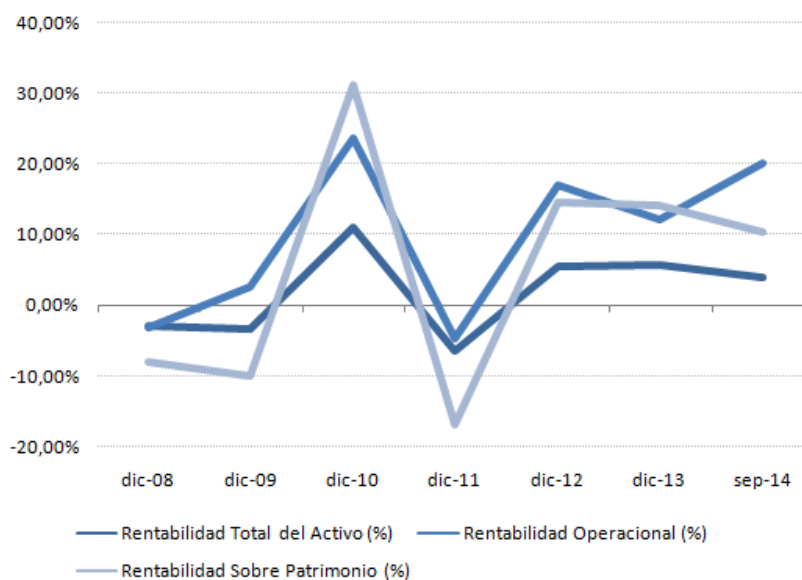


Evolución de la rentabilidad⁹

La rentabilidad de la empresa está muy influenciada por los resultados obtenidos por la filial CCNI (donde la línea de negocios "liner container" de esta filial se encuentra proceso de venta), 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. Actualmente, la compañía está mostrando una reactivación, en relación a los ratios obtenidos en 2011, producto del buen desempeño de Agunsa que se enmarca en la estrategia de potenciar nuevos negocios que representan márgenes altos, como son las representaciones y la explotación de negocios logísticos.

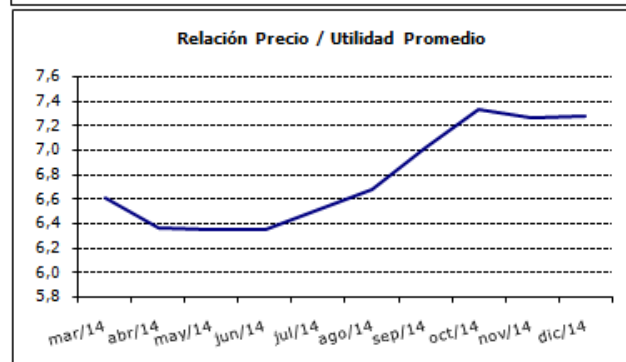
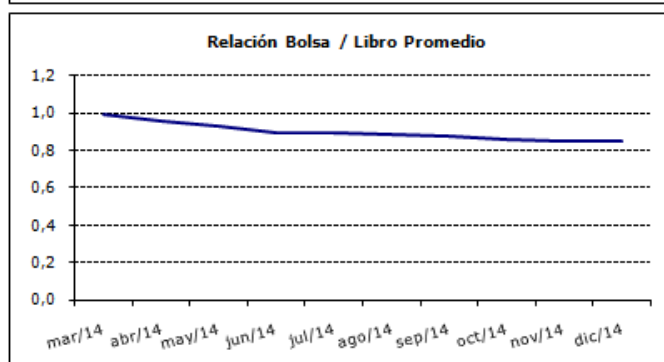
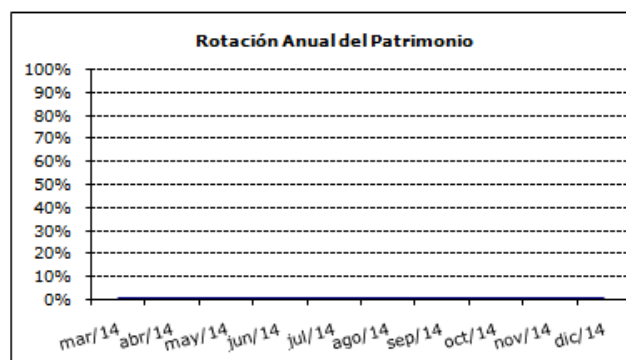
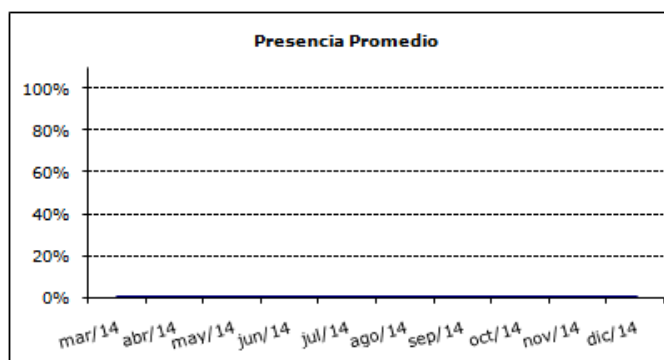
⁹ Rentabilidad total del activo= utilidad del ejercicio / activos promedio (descontados los activos en ejecución); Rentabilidad operacional = resultado operacional / (activos corrientes, promedio + propiedades planta y equipo, promedio); Rentabilidad patrimonio=utilidad del ejercicio / patrimonio total 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 diciembre de 2014, en términos de presencia promedio (días en que los montos transados 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). Si bien, la presencia promedio de la acción de **GEN** en febrero y marzo de 2012 superaba el 30%, actualmente alcanza el 0,45%.



Línea de bonos

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

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

Características de 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 (0,26 veces a Septiembre 2014)
Nivel de endeudamiento individual CCNI	Inferior a 2,25 veces (0,18 veces a Septiembre 2014)
Nivel de endeudamiento individual AGUNSA	Inferior a 1,5 veces (0,73 veces a Septiembre 2014)
Nivel de endeudamiento individual portuaria Cabo Froward	Inferior a 1,35 veces (0,46 veces a Septiembre 2014)
Cobertura individual de servicio de deuda	Superior a 2,0 veces (2,96 veces a Septiembre 2014)
Patrimonio mínimo	US\$ 175 millones (US\$ 364,6 millones a Septiembre 2014)

"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".