



Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analista
Elisa Villalobos H.
Tel. (56) 22433 5200
elisa.villalobos@humphreys.cl

Grupo Empresas Navieras S.A.

Enero 2017

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

Categoría de Riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos	BBB+
Tendencia	Estable
Acciones	Primera Clase Nivel 4
Tendencia	Estable
EEFF base	30 septiembre 2016

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Línea de bonos a 30 años Serie A (BNAVI-A)	Nº 659 de 12.04.2011 Primera Emisión

Estado de Resultados Consolidado IFRS							
M US\$	2011	2012	2013	2014	2015	Ene-Sep 2015	Ene-Sep 2016
Ingresos de Actividades Ordinarias	1.508.071	1.482.146	670.703	680.751	521.181	403.683	334.004
Costo de ventas	-1.492.398	-1.340.623	-543.264	-561.674	-409.491	-320.910	-251.842
Ganancia Bruta	15.673	141.523	127.439	119.077	111.690	82.773	82.162
Gastos de administración	-81.263	-89.552	-75.475	-75.162	-65.511	-48.937	-42.209
Resultado operacional	-67.466	52.830	50.382	53.852	47.693	33.322	38.647
Costos financieros	-13.142	13.414	-12.177	-17.996	-22.395	-17.252	-17.874
Utilidad del Ejercicio	-46.193	43.615	46.350	17.242	151.220	148.487	27.876
EBITDA¹	-46.253	76.299	67.378	123.031	112.158	88.300	70.411

Balance General Consolidado IFRS						
M US\$	2011	2012	2013	2014	2015	Ene-Sep 2016
Activos Corrientes	308.899	311.924	280.484	354.152	218.167	203.957
Activos No Corrientes	473.589	489.530	578.908	632.998	897.255	978.329
Total Activos	782.488	801.454	859.392	987.150	1.115.422	1.182.286
Pasivos Corrientes	268.528	248.161	285.265	317.524	217.537	207.203
Pasivos No Corrientes	229.564	235.464	227.777	302.929	447.310	515.021
Pasivos Totales	498.092	483.625	513.042	620.453	664.847	722.224
Patrimonio total	284.396	317.829	346.350	366.697	450.575	460.062
Patrimonio y Pasivos, Total	782.488	801.454	859.392	987.150	1.115.422	1.182.286
Deuda Financiera	258.577	252.639	262.072	356.758	531.879	580.988

¹ Definido como ganancia bruta más otros ingresos por función, menos gastos de administración, menos otros gastos por función, más/menos otras ganancias (pérdidas).

Opinión

Fundamento de la clasificación

Grupo Empresas Navieras S.A. (GEN) es la sociedad matriz de las sociedades Compañía Marítima Chilena S.A. (CMC, continuadora de CCNI, dedicada al transporte marítimo, como también al arriendo y subarriendo de naves), 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. Indirectamente, a través de Agunsa, tiene presencia en las concesiones de los aeropuertos de Calama, La Serena y Punta Arenas y, a través de sus filiales, en otras sociedades, tanto nacionales como extranjeras (algunas constituidas sólo como vehículos de inversión). Adicionalmente, la compañía incorporó como filiales a las armadoras Angol y Arauco Navigation Ltd., cada una de ellas es la propietaria de las dos naves porta contenedores de 9.000 TEU que, actualmente, son arrendadas a Hamburg Süd.

Entre enero y septiembre de 2016, **GEN** generó ingresos consolidados por US\$ 334 millones y un EBITDA de US\$ 70,4 millones. Los ingresos disminuyeron un 17,3%, respecto al mismo período de 2015, principalmente por menores ingresos provenientes del negocio de agenciamiento, los que cayeron un 28,0%. A esto, se suma la disminución de los ingresos del segmento de concesiones, los que cayeron un 61,6% respecto de septiembre de 2015, debido al término de la concesión del terminal aeroportuario de Santiago SCL.

Por su parte, el EBITDA de la compañía, en términos consolidados, fue de US\$ 70,4 millones, lo que representa una disminución de 20,3%, respecto del mismo período de 2015. Esta disminución se debe a la baja de los ingresos, además de la inexistencia de las amortizaciones de intangible que aportaba la concesión SCL.

Así, los segmentos con mayor contribución a los ingresos de **GEN** están compuestos en 38,8% por el negocio de logística (37,4% a septiembre de 2015), 23,6% por el negocio de armador (15,9% a septiembre de 2015), 19,2% por el negocio de agenciamiento (22,1% a septiembre de 2015), 9,3% por el negocio de concesiones (20,0% a septiembre de 2015) y 9,1% por el negocio de operación de puertos marítimo (que representaba un 4,6% de los ingresos de GEN a septiembre de 2015).

A la misma fecha, la deuda financiera consolidada alcanzaba los US\$ 581 millones (de los cuales US\$ 52,9 millones corresponden a las obligaciones financieras por parte de **GEN**), con un patrimonio total de US\$ 460,1 millones.

En los nueve primeros meses de 2016, sus principales filiales, CMC, Agunsa y Cabo Froward, tuvieron ingresos por US\$ 69,5 millones, US\$ 225,5 millones y US\$ 30,5 millones, respectivamente. La deuda financiera consolidada a septiembre de 2016, asciende a US\$ 581 millones, y corresponde en 33,2% a CMC,

31,4% a obligaciones de Agunsa, 10,1% a Arauco Navigation, 9,7% a Angol Navigation, 2,6% a Cabo Froward, 2,9% a TTP, 9,1% a la deuda financiera de la matriz y 1,0% a otros.

Según datos del emisor, en los últimos cinco años GEN ha percibido, en promedio, por concepto de dividendos de filiales, US\$ 17,1 millones anuales, de los cuales cerca del 80 % 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 su focalización en negocios asociados con el transporte y la logística. También se reconoce el que **GEN** sea la controladora de sus principales inversiones, Agunsa y Froward (debido al reducido historial que impide estimar con certeza sus utilidades, se excluye a CMC de este análisis), lo que le permite determinar su política de dividendos y con ello los flujos que recibe por este concepto, pudiendo por tanto adaptar dicha política a las necesidades del momento, en particular para el pago de sus propios compromisos financieros.

Adicionalmente, se ha incorporado como un factor positivo el elevado valor de las inversiones productivas de **GEN** en relación con el nivel de su deuda financiera individual. Sólo las acciones de la filial Agunsa presentan una valorización, según el precio en bolsa promedio de los últimos seis meses, de US\$ 154,1 millones². Así, el precio bursátil de Agunsa ponderado por el porcentaje de la propiedad controlada por GEN alcanza a US\$ 107,6 millones. Esta cifra corresponde a 2veces la deuda financiera individual del emisor. Cabe señalar, que esta clasificadora está monitoreando esta fortaleza, puesto que las acciones de Agunsa han mostrado durante 2016 un descenso de 20,3% en su cotización bursátil. Así, la evaluación está supeditada a que el precio de las acciones de Agunsa no profundice estas fluctuaciones que menoscaben su valor.

Otro atributo que refuerza la clasificación de la línea de bonos corresponde al posicionamiento y solvencia de Agunsa, empresa cuyos ingresos y generación de utilidades han mostrado una elevada estabilidad, situación que le ha permitido a **GEN** contar a lo largo del tiempo con un flujo de dividendos con bajo riesgo relativo y de un monto suficiente, en relación con el pago anual de los bonos. Sin embargo, durante 2016 –producto de la venta del negocio de portacontenedores por parte de CCNI en marzo de 2015, y a la consecuente pérdida de contratos de prestación de servicios con esta empresa– los ingresos y utilidades de esta filial han disminuido respecto a los que exhibía en el pasado. No obstante, esta posible baja en los dividendos entregados por Agunsa a **GEN**, sería parcialmente compensada, a contar de 2017, por el reparto de dividendos de CMC (continuadora de CCNI cuyos flujos, previo a la enajenación del negocio portacontenedores, eran persistentemente deficitarios), los que se estiman en alrededor de US\$ 3 millones. A esto se suman los dividendos entregados por la filiales Angol y Arauco Navigation, estimados en alrededor de US\$2,0 millones cada una.

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

² Mientras que la valorización de Agunsa según el precio en bolsa al 16/12/2016 es de US\$ 148,0 millones. De esta forma, el valor bursátil de Agunsa ponderado por la propiedad de GEN es de US\$ 103,4 millones. Esta última cifra corresponde a 1,95 veces la deuda financiera individual de GEN.

marítimos. Esto 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.

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

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

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

En 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 y una mayor consolidación de las empresas navieras, tendencia que se ha acrecentado en los últimos años con la fusión de importantes firmas. Además, se considera como factor de riesgo la caducidad de sus concesiones.

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

En el caso de CMC, sus riesgos son la variabilidad de los precios de los fletes navieros, para el segmento de negocio de transporte de autos. En el caso del negocio de fletamiento, si bien las tarifas de arriendo están fijadas por contrato, el riesgo radica en la solvencia de los arrendatarios, en este caso Enap (clasificado en Baa3 en escala global) y Hamburg Süd (la séptima naviera del mundo en términos de participación de mercado, según Alphaliner).

Esta clasificadora valora que el emisor enajenara el negocio de "*liner container*", que había generado continuamente flujos negativos, y en sus análisis ha incluido el fuerte incremento de la deuda financiera consolidada. Con todo, se reconoce que la nueva deuda está asociada a flujos relativamente estables y cuyo riesgo depende de la calidad de los contratos de arriendo de naves y de la capacidad de pago de los arrendatarios.

En efecto, el endeudamiento financiero consolidado de GEN pasó de US\$ 356,8 millones, en 2014, a US\$ 531,9 millones, en 2015, cerrando a septiembre de 2016 en US\$581 millones. Este aumento está influenciado, principalmente, por CMC (la deuda financiera de la compañía continuadora de CCNI pasó de US\$ 28,9 millones en 2014, a US\$ 192,7 millones a septiembre de 2016). El incremento de la deuda

financiera responde a la adquisición de dos buques tanqueros de 52 mil metros cúbicos (que son arrendados a Enap por cinco años, contrato que podrá renovarse dos veces por 2,5 años cada vez) y dos naves de 9.000 TEUs (Atacama y Andes Navigation, que son arrendadas a Hamburg Süd por 12 años). Por otra parte, se incorpora el endeudamiento financiero de las filiales de **GEN**, Angol y Arauco Navigation, las que corresponden a dos porta contenedores de 9.000 TEUs y su respectiva deuda por cerca de US\$ 63 millones por cada una de estas naves (las que son arrendadas por 12 años a Hamburg Süd).

Dado el aumento del endeudamiento financiero consolidado de la compañía, la relación deuda financiera sobre EBITDA y Flujo de Caja de Largo Plazo³ (FCLP) de **GEN**, también experimentaron alzas. La relación sobre EBITDA subió desde 2,9 veces, en diciembre de 2014, a 6,2 veces, en septiembre de 2016. Sin embargo, sin incorporar el endeudamiento ni el EBITDA asociado al negocio de fletamiento de naves, este indicador es cercano a 4 veces. Asimismo, la relación deuda financiera sobre FCLP subió desde 5,1 veces, en diciembre de 2014, a 6 veces a septiembre de 2016. Sin embargo, si se calcula el FCLP incorporando únicamente la última rentabilidad anual de los activos (igual a 7,5%), la relación deuda financiera sobre FCLP llega a 8,3 veces.

Cabe señalar, que **GEN** está llevando a cabo una oferta pública de acciones por el 34% de las acciones que no posee en Froward. Esta operación se estima financiarla con deuda bancaria, que se espera sea por US\$ 17 millones. Así, la deuda financiera sobre EBITDA quedaría en 6,3 veces.

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

Para la mantención de la presente clasificación se hace necesario que **GEN** conserve el control de sus filiales.

Por su parte, la clasificación de riesgo podría presentar una disminución en el caso que Agunsa no logre recuperar los niveles de utilidad mostrados por la compañía, previos a la venta del negocio de "liner container" o que esta disminución no se vea compensada con un aumento en las utilidades del resto 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 3,1% durante los últimos diez meses. Este indicador ha caído un 30,5% registrado en marzo de 2012, el cual se reduce en septiembre de 2012 a 12,9%, para finalizar 2012 en 6,9%. A diciembre de 2014, la presencia se situaba en 0,7%, mientras que en diciembre 2015 era igual a 2,9%, mientras que a diciembre de 2016 se incrementó y llegó al 3,1%.

³ El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

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

Hechos recientes

Resultados a 2015

Al 31 de diciembre de 2015, **GEN** generó ingresos consolidados por US\$ 521 millones⁴ y un EBITDA por US\$ 112 millones. Los ingresos disminuyeron un 23,4% respecto al mismo período de 2014. Esta disminución se debe principalmente a la disminución de los ingresos por agenciamiento, que cayeron un 49,3%, y a la caída de los ingresos del segmento logística en un 16,06%.

En este periodo, los ingresos de la filial Agunsa cayeron un 34,0%, a US\$404 millones, debido a la venta del negocio "*liner container*" a Hamburg Sud. El EBITDA de la compañía finalizó en US\$ 102,2 millones un 0,2% superior al EBITDA de 2014. Sin embargo, durante 2015 el EBITDA de la compañía estuvo afectado por ganancias extraordinarias por US\$ 40 millones, dado por las compensaciones pagadas por Hamburg Süd producto del término del contrato de agenciamiento con CCNI. La deuda financiera de Agunsa finalizó el periodo en US\$ 193,7 millones, un 16,8% menor a lo exhibido a fines de 2014.

Por su parte, en 2015 los ingresos de la filial CMC se incrementaron un 4,7%, respecto de 2014, Lo anterior, debido a mayores ingresos del segmento de fletamiento (los que se triplicaron en 2015), que compensaron la caída en los ingresos de servicios de transporte marítimo. Estos últimos, disminuyeron un 44% en términos anuales.

⁴ La suma de los ingresos individuales es mayor a la consolidada, dadas las ventas entre filiales, aunque en una proporción muy pequeña.

CMC experimentó una mejora en los costos de venta en relación con los ingresos, los que disminuyeron desde 77,9%, en 2014, a 75,2%, en 2015. Así, el margen bruto de la compañía se incrementó en un 17,5%. El EBITDA de esta filial creció en un 35,3%. Finalmente, CMC experimentó utilidades por US\$ 80,8 millones que consideran las ganancias extraordinarias por la venta de CCNI.

La deuda financiera de CMC se incrementó desde US\$ 28,9 millones, que exhibía en 2014, a US\$ 133,1 millones en 2015. Esta alza se produce por la consolidación del financiamiento que permitió la adquisición de dos naves de 9.000 TEU (Andes y Atacama), más dos naves tanqueras de 50.000 m³ que fueron arrendadas a Enap.

Los ingresos de la filial Froward disminuyeron un 1,1%, sin embargo la relación entre costo de venta e ingresos presenta una mejora, pasando de 63,4%, en 2014, a 58,9%, en 2015. Lo anterior, se debe a la mejora en el tipo de cambio, dado que gran parte de los costos están en pesos. Así, el EBITDA de la empresa creció un 49,3% en 2015. Finalmente, la utilidad de Froward creció de US\$ 1,4 millones, en 2014, a US\$ 4,8 millones, en 2015.

La deuda financiera de Froward retrocedió un 26,4% a US\$ 17,4 millones.

Considerando los resultados antes descritos de las filiales, en 2015 **GEN** obtuvo un resultado de explotación de US\$ 47,8 millones, lo que implicó una disminución de 11,4%, y un EBITDA por US\$ 112 millones, lo que representa un crecimiento de 82,6%, principalmente por la incorporación de SCL en la consolidación de Agunsa y las ganancias extraordinarias por la venta de CCNI.

Resultados a septiembre de 2016

Al tercer trimestre de 2016, **GEN** generó ingresos por US\$ 334 millones y un EBITDA por US\$ 112 millones. El primero de estos ítems presenta una disminución de 17,3% respecto del mismo período de 2015. Este retroceso se debe, principalmente, al término anticipado del contrato de agenciamiento general de Agunsa con CCNI. Mientras que el EBITDA consolidado de **GEN** retrocedió en un 20,3%.

Los ingresos de CMC crecieron un 6,1% llegando a US\$ 69,5 millones, debido a los mayores ingresos en el servicio de fletamiento (los que subieron un 52,2% respecto de septiembre de 2015). Los costos de venta de la compañía disminuyeron un 5,9% en los primeros nueve meses de 2016, mientras que la relación de costo de venta sobre ingresos cayó desde 80,3%, en septiembre de 2015, a 71,2%, en septiembre de 2016. Lo anterior, provocó un aumento de 55,3% en el margen bruto de la compañía. El EBITDA de la empresa llegó a US\$ 21,3 millones, lo que representa un incremento desde los US\$ 10,5 millones que logró a septiembre de 2015.

La deuda financiera de CMC pasó de US\$ 133 millones en 2015 a US\$ 192,7 millones a septiembre de 2016. El anterior incremento radicó en la adquisición de una nave Atacama de 9.000 TEUs (las que son arrendadas por 12 años a Hamburg Süd).

Por su parte, Agunsa presentó una disminución de sus ingresos en un 30,8%, producto de la menor actividad derivada de la pérdida de los contratos que mantenía con su relacionada CCNI (cuya continuadora es CMC) y el término de la concesión del Terminal Aeroportuario de Santiago SCL. De esta manera, la ganancia bruta de Agunsa se redujo en un 31,0% y el EBITDA cayó desde US\$ 86,7 millones que exhibía a septiembre de 2015 a US\$ 19,3 millones a septiembre de 2016 (producto de la menor actividad registrada y la pérdida de las amortizaciones de intangibles que aportaba en 2015 SCL). Además, durante 2015 se reconocieron ingresos extraordinarios producto de las compensaciones recibidas, tras el término del contrato de agenciamiento con CCNI. La deuda financiera de Agunsa disminuyó en un 5,7% en septiembre de 2016, respecto de diciembre de 2015.

Por su parte, los ingresos de explotación de Foward crecieron un 62,0% a US\$ 30,5 millones en los primeros nueve meses de 2016. Esta alza obedeció al incremento de la actividad, dado el mayor tonelaje transferido, y al efecto positivo del tipo de cambio. Los costos de venta exhibieron una mayor eficiencia, de hecho la relación costo de venta sobre ingresos pasó desde un 57,9% (a septiembre de 2015) a 55,9% (a septiembre de 2016). La ganancia bruta de la compañía creció un 69,5% a septiembre de 2016. Por su parte, el EBITDA de Foward aumentó a US\$ 14,7 millones, lo que representa un alza respecto de los US\$ 8,4 millones registrados los primeros nueve meses de 2015. La deuda financiera de Foward disminuyó un 17,7% en septiembre de 2016, respecto de diciembre de 2015.

Con todo lo anterior, a septiembre de 2016 **GEN** obtuvo un resultado de explotación de US\$ 38,6 millones, mientras que a septiembre de 2015 este resultado era de US\$ 33,3 millones.

Las obligaciones financieras de GEN crecieron un 9,2% a US\$ 581 millones, producto del aumento de la deuda financiera por la adquisición de la nave Atacama de 9.000 TEU.

Eventos recientes

GEN acordó llevar adelante una Oferta Pública de Acciones (OPA) por el 34% de las acciones de la compañía Portuaria Cabo Foward, porcentaje que le permitiría a GEN tener la totalidad de las acciones de la compañía. La OPA tiene como fecha de término el 10 de enero de 2017. Según los antecedentes señalados a esta clasificadora, esta OPA será financiada con deuda bancaria.

Definición categorías de riesgo

Categoría BBB

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

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

Primera Clase Nivel 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 las principales fortalezas de **GEN** y de sus filiales. Éstas han servido como activo para hacer frente a los períodos de contracción del negocio que en el pasado tuvo que enfrentar con su filial CCNI (actual CMC). Si bien **GEN** data del año 1983, sus principales filiales, CMC (ex CCNI) y Agunsa, tienen 85 años y 55 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 (actual CMC) 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. En los últimos cinco años, según los datos del emisor, los dividendos provenientes de Agunsa han representado cerca del 80,7% del total recibido por **GEN**.

Control de la política de dividendos: **GEN** es controlador de CMC (continuadora de CCNI), Agunsa y Portuaria Cabo Froward, lo que le permite decidir cuál será el porcentaje de utilidades a repartir como dividendos por sobre el 30% del mínimo legal, pudiendo adaptar este porcentaje a sus necesidades de caja y a los requerimientos de flujos de las mismas filiales. Actualmente, la empresa controla el 74,27% de CMC (ex-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\$ 6,1 millones y US\$ 37,6 millones.

Fortalezas de Agunsa: Esta empresa se ha caracterizado por un adecuado rendimiento operacional y un fuerte posicionamiento dentro de su mercado, lo que le da una mayor estabilidad a **GEN**. Asimismo, su incursión en la concesión de los aeropuertos de Calama, La Serena y Punta Arenas, así como otras inversiones, le permite una diversificación en la generación de flujos.

La compañía presenta una adecuada diversificación de ingresos, tanto por líneas de servicios como por clientes. Entre los años 2009 y septiembre de 2016, la sociedad ha mantenido un margen EBITDA del orden del 8,0%.

Esta última fortaleza será monitoreada, ya que la venta del segmento de negocio *liner container*, que operaba CCNI, a Hamburg Sud forzó el término de los contratos de servicios de agenciamiento que mantenía

CCNI con Agunsa. Lo anterior, ha provocado que Agunsa presente una disminución en sus ingresos, resultados operacionales y utilidades. Según señaló la administración a esta clasificadora, el nivel de ingresos exhibidos en el pasado por Agunsa debería normalizarse dentro de dos a tres años.

Participaciones accionarias: Las tres principales filiales de **GEN** (Agunaña, Foward y CMC) son todas sociedades anónimas abiertas que se transan en la Bolsa de Valores de Santiago. En caso de insuficiencia de flujos para el pago de las cuotas de los bonos, el emisor puede entregar en garantía sus inversiones para la obtención de créditos o, en el peor de los casos, recurrir a la venta de las acciones que posea en exceso; es decir, sobre el porcentaje que le permite conservar el control de la respectiva filial. De acuerdo con los precios de las últimas transacciones bursátiles (últimos doce meses), Agunsa tendría un valor económico de US\$ 162 millones, CMC (ex CCNI) de US\$ 72,0 y Foward de US\$ 35,5 millones.

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

Factores de riesgo

Dependencia del transporte marítimo: La sociedad depende de forma directa o indirecta de la transferencia de productos y servicios relacionados con el transporte marítimo. Esto la hace 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 ciclos económicos, 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. En su momento, a modo de ejemplo, las pérdidas acumuladas que CCNI (actual CMC) tenía al cierre de 2010 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 CMC (ex CCNI): A septiembre de 2015, el 26,2% de los ingresos de CMC, y cerca del 33,8% del EBITDA de la compañía, provinieron del transporte marítimo (de carga no contenerizada como es el transporte de vehículos). Este negocio está afecto a los riesgos propios de esta industria, en el que destaca la volatilidad de los resultados, esencialmente, por la variabilidad del precio del petróleo, principal

insumo del sector y los precios de los fletes navieros que dependen del comercio mundial y que varían en función de la oferta y la demanda.

Cabe señalar, que el 73,8% de los ingresos restantes de esta filial, y el 66,1% del EBITDA, provienen del negocio de fletamiento, el cual presenta una considerable estabilidad de los ingresos, puesto que corresponde a contratos de arriendo a plazo, con cánones preestablecidos. Sin embargo, está expuesto a los costos de arrendamiento y compra de buques que varían en el tiempo.

La compañía ha debido enfrentar un aumento del endeudamiento financiero relativo al EBITDA, ratio que pasa de 1,8 veces, que exhibía la compañía a diciembre de 2014, a 6,0 veces al año móvil finalizado en septiembre de 2016. De esta manera, CMC está sujeta a la capacidad futura de pago de Hamburg Süd, como de Enap y de que ambas compañías no den término anticipado a los contratos de arriendo.

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

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

Riesgos asociados a Mar Austral: Se trata de un negocio en su primera etapa de desarrollo, que pretende consolidarse como un puerto en el área de Laguna Verde, Región de Valparaíso. Cabe señalar, que esta iniciativa se encuentra en receso.

Exposición al tipo de cambio y tasas de interés: Por sus inversiones y actividades en el exterior, propios de su rubro, las fluctuaciones en la paridad del tipo cambio afectan tanto el balance de la compañía como sus resultados. En el caso de Agunsa, cerca del 60% de las ventas de esta compañía están denominadas en moneda extranjera, mientras que 90% de los costos están en moneda extranjera. Por su parte Froward, tiene un 96% de sus ingresos en dólares, mientras que un 88% de los costos están en pesos chilenos. Para el caso de CMC, el descalce es menor puesto que el 94,1% de sus ingresos está en dólares y el 91,6% de los costos está en esta misma moneda.

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

Antecedentes generales

Historia

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

El objeto principal de la compañía es la inversión en acciones y valores mobiliarios, manteniendo actualmente participación accionaria directa o derechos en las siguientes empresas: Compañía Marítima Chilena S.A., Agencias Universales S.A., Portuaria Cabo Froward S.A., Talcahuano Terminal Portuario S.A., Terminal Puerto Arica S.A., Antofagasta Terminal Internacional S.A., Iquique Terminal Internacional S.A., Portuaria Mar Austral S.A., Angol Navigation Ltd. y 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 **GEN** al 30 de septiembre de 2016, se presentan a continuación:

Nombre	% de propiedad
Inversiones Tongoy S.A.	20,94%
Sociedad De Inversiones Paine S.A.	20,94%
Soc. Nacional De Valores S.A.	12,78%
Banchile Corredores De Bolsa S.A.	9,52%
Euro Inversiones S.A.	7,68%
Finvest S.A.	7,05%
Btg Pactual Small Cap Chile Fondo De Inversion	6,54%
Inversiones Santa Paula Limitada	2,94%
Credicorp Capital S.A. Corredores De Bolsa	2,66%
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%
Btg Pactual Chile Sa Corredores De Bolsa	0,92%
Resto	4,31%

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

Direitorio y ejecutivos

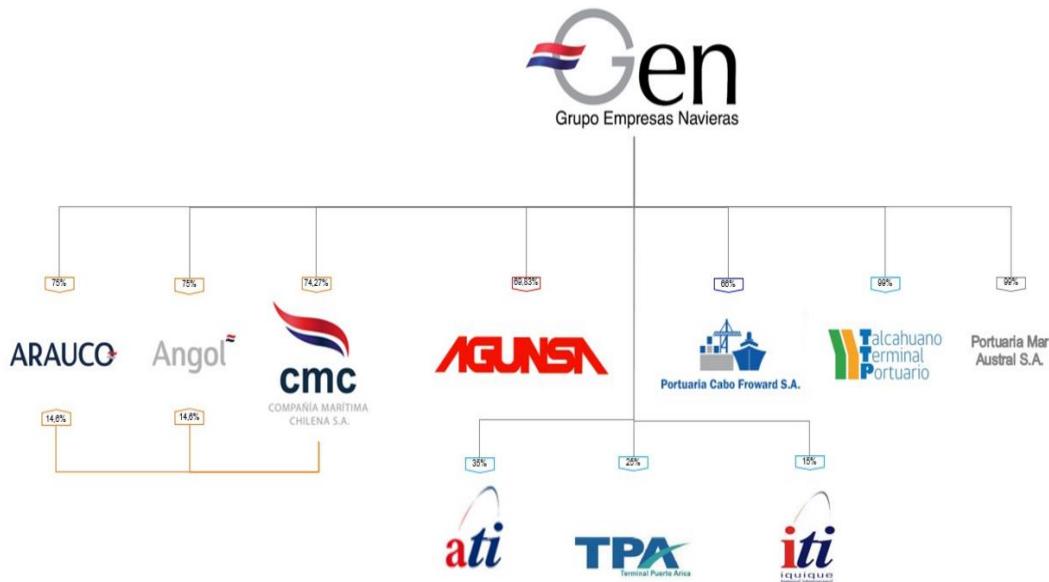
El directorio de la compañía está formado por nueve miembros, identificados a continuación:

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

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

Estructura societaria

La siguiente es la estructura de filiales del grupo:



Filiales y coligadas

Compañía Marítima Chilena (CMC, continuadora de CCNI)

CMC: Estado de Resultados Consolidado IFRS					
M US\$	2013	2014	2015	Ene-Sep 2015	Ene-Sep 2016
Ingresos de Actividades Ordinarias	107.675	90.768	94.991	65.489	69.509
Costo de ventas	-87.114	-70.739	-71.453	-52.600	-49.493
Ganancia Bruta	20.561	20.029	23.538	12.889	20.016
Gastos de administración	-3.283	-2.749	-6.934	-5.069	-4.612
Resultado operacional	16.632	14.978	17.152	8.577	15.210
Costos financieros	-1.016	-1.818	-5.406	-2.895	-7.868
Utilidad del Ejercicio	163	-24.927	80.802	80.974	8.955
EBITDA	22.664	15.668	21.200	10.479	21.332

CCNI: Balance General Consolidado IFRS		CMC (Ex-CCNI)		
M US\$	2013	2014	2015	sept-16
Activos Corrientes	111.616	98.105	50.718	49.381
Efectivo y equivalentes	27.695	17.381	32.444	37.897
Activos No Corrientes	106.817	140.704	266.841	332.086
Total Activos	218.433	238.809	317.559	381.467
Pasivos Corrientes	102.334	122.254	38.843	31.446
Pasivos No Corrientes	21.753	25.836	108.775	175.258
Pasivos Totales	124.087	148.090	147.618	206.704
Patrimonio total	94.346	90.719	169.941	174.763
Patrimonio y Pasivos, Total	218.433	238.809	317.559	381.467
Deuda Financiera	22.911	28.888	133.090	192.723

Antecedentes generales

En el pasado CCNI, ahora CMC, ha sido una empresa dedicada al transporte marítimo de carga, en especial en aquellas rutas relacionadas con el comercio exterior chileno. La compañía ha entregado servicios en distintas rutas, especializándose en Asia, América y El Caribe, principalmente en viajes desde y hacia

Sudamérica. La compañía nació en 1930, con una flota inicial integrada por los buques "Valparaíso", "Santiago" y "Atacama".

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

Actualmente, la Compañía tiene por objeto: i) La explotación del negocio armatorial, que incluye la compra, la venta, el fletamiento y la administración de naves; ii) El transporte marítimo; y iii) El establecimiento y explotación de agencias marítimas y de líneas de transporte. Además, la Compañía ofrece servicios de transporte marítimo internacional de vehículos (automóviles, camiones, buses y maquinarias). Estos servicios se ofrecen en distintas zonas geográficas como Sudamérica, Norteamérica, Golfo de México y Asia. Los puertos son atendidos con recaladas directas que se complementan con conexiones vía transbordos, creando una oferta integral de servicios de transporte. También, CMC ofrece servicios de arrendamiento (fletamiento) de naves propias en el mercado nacional.

CMC utiliza una red de agencias no propias para atender las necesidades de transporte marítimo de sus clientes. El objetivo principal de esta red de agencias es entregar una adecuada cobertura para la gestión de la venta global, lo que se complementa con la administración de compra de servicios a terceros, la supervisión de la eficiente operación de las naves, labores de estiba y desestiba y la cobranza de fletes.

A septiembre de 2016, el 73,8% de los ingresos restantes de CMCy el 66,1% del EBITDA, provinieron del negocio de fletamiento, el que presenta una considerable estabilidad de los ingresos, puesto que corresponde a contratos de arriendo a plazo, con cánones preestablecidos. Mientras que el 26,1% de los ingresos y cerca del 33,9% del EBITDA tuvieron su origen en el transporte marítimo (de carga no contenerizada como es el transporte de vehículos).

Este negocio está afecto a los riesgos propios de la industria de transporte marítimo, en el que se destaca la volatilidad de los resultados, esencialmente, por la variabilidad del precio del petróleo, principal insumo del sector, y los precios de los fletes navieros, que dependen del comercio mundial. A su vez, existe una fuerte exposición a los costos de arrendamiento y la compra de buques que varían en el tiempo.

Adicionalmente, como parte del acuerdo de venta con Hamburg Süd, CMC cuenta con contratos de subarriendo de cuatro naves de 9.000 TEU (dos de ellas adquiridas directamente por CMC, y otras dos a través de las filiales Angol y Arauco Navigation, sociedades donde CMC tiene una participación del 14,6% en

cada una, mientras que **GEN** mantiene el 75% de la propiedad de estas sociedades) con la compañía alemana a una tarifa fija por 12 años.

En abril de 2015, CMC adquirió dos naves tanqueras de 50.000 metros cúbicos que fueron arrendadas a ENAP por cinco años con la opción de renovar en dos oportunidades por 2,5 años por cada vez.

Estas nuevas adquisiciones han provocado un aumento del endeudamiento financiero relativo al EBITDA de la compañía, ratio que pasaría de 1,8 veces, que exhibía la compañía a diciembre de 2014, a 6,0 veces al año móvil finalizado en septiembre de 2016.

Sin embargo, cabe mencionar que la relación entre pasivo exigible y patrimonio disminuye desde 1,6 veces, que exhibe CMC a diciembre de 2014, a 1,2 veces a septiembre de 2016.

Agencias Universales S.A. (Agunsa)

AGUNSA: Estado de Resultados Consolidado IFRS						
M US\$	2012	2013	2014	2015	Ene-Sep 2015	Ene-Sep 2016
Ingresos de Actividades Ordinarias	560.386	556.549	612.205	403.975	325.795	225.539
Costo de ventas	-463.706	-459.536	-523.972	-342.373	-275.364	-190.741
Ganancia Bruta	96.680	97.013	88.233	61.602	50.431	34.798
Gastos de administración	-58.792	-61.905	-64.203	-49.274	-37.160	-30.966
Resultado operacional	35.820	33.821	37.865	50.935	50.352	2.850
Costos financieros	-6.919	-7.174	-12.150	-9.435	-7.623	-5.084
Utilidad del Ejercicio	35.545	42.375	39.778	56.316	57.789	8.990
EBITDA	48.086	45.565	101.769	102.022	96.669	19.334

AGUNSA: Balance General Consolidado IFRS					
M US\$	2012	2013	2014	2015	Ene-Sep 2016
Activos Corrientes	167.628	171.515	261.875	155.645	138.856
Efectivo y equivalentes	34.724	25.133	35.324	19.213	35.456
Activos No Corrientes	252.557	299.836	319.556	327.993	343.041
Total Activos	420.185	471.351	581.431	483.638	481.897
Pasivos Corrientes	148.287	180.674	206.376	152.297	145.248
Pasivos No Corrientes	109.301	116.618	179.220	139.367	142.985
Pasivos Totales	257.588	297.292	385.596	291.664	288.233
Patrimonio total	162.597	174.059	195.835	191.974	193.664
Patrimonio y Pasivos, Total	420.185	471.351	581.431	483.638	481.897
Deuda Financiera	118.926	149.023	232.636	193.669	182.720

Antecedentes generales

La compañía tiene sus orígenes en 1960, dada la necesidad de CCNI (actual CMC) de contar con una agencia naviera capaz de proporcionar servicios portuarios. En 1989 se produce la separación de CCNI (actual CMC) y Agunsa, pasando a ser esta última una empresa independiente de la naviera. En 1992, dada la consolidación de la compañía a nivel nacional, comienza el proceso de internacionalización que logra posicionarla como una de las más importantes del rubro logístico de América Latina. En la actualidad, Agunsa cuenta con 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 la concesión de 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 considera un alto nivel de endeudamiento⁵ –1,5 veces a septiembre de 2016– y la alta concentración de sus clientes, dado que los cinco principales representan alrededor del 19,69% de los ingresos de la compañía.

A esto hay que sumar que producto de la venta del negocio de "*liner container*" de CCNI (actual CMC), Agunsa perdió los contratos de agenciamiento que mantenía con esta última. Con ello, los ingresos de Agunsa cayeron un 30,8% en septiembre de 2016, respecto de 2015; mientras que el EBITDA⁶ de la empresa bajó un 80,0% en el mismo lapso. Cabe señalar, que el EBITDA a septiembre de 2015 incluía la amortización de intangibles que aportó la concesión Terminal Aeroportuario de Santiago SCL.

⁵ Medido como pasivos totales sobre patrimonio total.

⁶ Definido como ganancia bruta más otros ingresos por función, menos gastos de administración, menos otros gastos por función, más/menos otras ganancias (pérdidas).

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, que incluye los remolcadores. 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.

Portuaria Cabo Froward S.A.

CABO FROWARD: Estado de Resultados Consolidado IFRS						
M US\$	2012	2013	2014	2015	Ene-Sep 2015	Ene-Sep 2016
Ingresos de Actividades Ordinarias	29.202	30.575	25.913	25.625	18.833	30.518
Costo de ventas	-19.903	-20.344	-16.431	-15.083	-10.895	-17.062
Ganancia Bruta	9.299	10.231	9.482	10.542	7.938	13.456
Gastos de administración	-3.458	-3.946	-3.496	-3.264	-2.256	-2.926
Resultado operacional	6.149	6.363	4.328	8.585	5.702	10.647
Costos financieros	-1.823	-1.466	-1.103	-874	-687	-514
Utilidad del Ejercicio	3.646	3.140	1.351	4.823	2.686	8.300
EBITDA	10.257	10.555	8.181	12.215	8.440	14.719

CABO FORWARD: Balance General Consolidado IFRS					
M US\$	2012	2013	2014	2015	Ene-Sep 2016
Activos Corrientes	6.164	5.431	7.661	9.652	13.762
Efectivo y equivalentes	2.263	519	592	2.944	6.151
Activos No Corrientes	90.249	88.318	85.573	82.211	83.291
Total Activos	96.413	93.749	93.234	91.863	97.053
Pasivos Corrientes	11.363	11.040	11.000	8.458	12.447
Pasivos No Corrientes	30.218	26.410	27.205	24.939	22.741
Pasivos Totales	41.581	37.450	38.205	33.397	35.188
Patrimonio total	54.832	56.299	55.029	58.466	61.865
Patrimonio y Pasivos, Total	96.413	93.749	93.234	91.863	97.053
Deuda Financiera	34.386	27.864	23.630	17.398	14.314

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 2015, los ingresos de la empresa fueron iguales a US\$ 38,8 millones, cifra que representa una disminución de 2,2%, respecto de 2014. Lo anterior, producto de la paralización portuaria por la negociación colectiva de los sindicatos de la empresa matriz, además del cierre del puerto, tras las marejadas constantes que afectaron su operación.

A diciembre de 2015, la compañía finalizó el periodo con pérdidas iguales a US\$ 2,7 millones, mientras que el periodo anterior había tenido utilidades por US\$ 1,4 millones.

Terminal Puerto Arica S.A. (TPA)

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

En 2015, los ingresos de explotación aumentaron 4,3% hasta US\$ 51,4 millones, y la utilidad de la empresa llegó a US\$ 8,5 millones, lo que representa una disminución de 53,9% respecto a igual período de 2014.

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 2015, ITI logró ingresos por US\$ 43,1 millones y una ganancia de US\$ 9,4 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\$ 1.000 a diciembre de 2015.

Angol y Arauco Navigation Ltd.

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

En el caso de Angol Navigation comenzó sus operaciones en marzo de 2015, fecha en que se hizo entrega de la nave porta contenedores de 9.000 TEU de capacidad, que la sociedad pidió construir. A diciembre de 2015, cuenta con un patrimonio igual a US\$ 23,4 millones, obtuvo ingresos por US\$ 11,3 millones y utilidades por US\$ 4,3 millones.

Arauco Navigation comenzó sus operaciones en enero de 2015 cuando se hizo entrega de la nave porta contenedores de 9.000 TEU que la sociedad ordenó construir en 2012. A diciembre de 2015, cuenta con un patrimonio igual a US\$ 23,4 millones. En ese mismo periodo, tuvo ingresos por US\$ 13,1 millones, un resultado operacional por US\$ 8,1 millones.

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

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. En 2010, los resultados experimentaron una recuperación, de la mano del positivo rendimiento mostrado por la filial CCNI (actual CMC), que en ese entonces se dedicaba al transporte marítimo de contenedores.

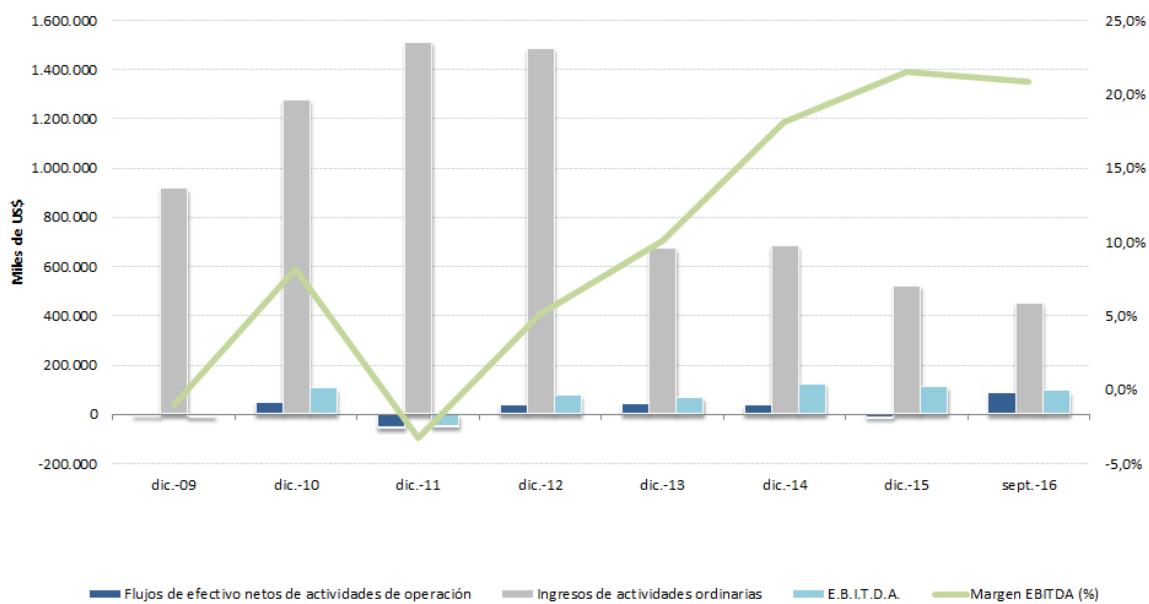
Desde 2011, la tendencia muestra una disminución en los ingresos. Por un lado, esto se debe a las menores tarifas que el transporte marítimo debió enfrentar entre 2011 y 2012, rubro asociado a CCNI (actual CMC). Por otra parte, a partir de 2013⁸, es posible observar los efectos de la venta de los servicios "*liner container*" de CCNI (venta perfeccionada en 2015), a la cual ya se hizo referencia. De esta forma, los ingresos consolidados de la compañía registran una disminución, desde los US\$ 1.500 millones que facturaba previo a la venta a ingresos del orden de US\$ 521 millones, sin esta línea de negocio (al cierre de 2015). Esta enajenación no sólo provocó la caída de los ingresos de CMC (ex CCNI), sino que también los ingresos de agenciamiento de Agunsa.

El margen EBITDA de la compañía muestra valores muy por sobre los indicadores que exhibía previo a la enajenación del negocio de transporte de contenedores, en el que en algunos períodos, incluso, se obtuvieron valores negativos (como fue el año 2011).

⁷ Los datos a 2015 para efectos comparativos en este análisis, se consideran como año móvil de octubre 2014 a septiembre 2015.

⁸ La operación de venta del negocio de "*liner container*" se perfeccionó en marzo de 2015, lo que significó descontinuar la totalidad del segmento de negocio de transporte marítimo de contenedores. En sus estados financieros la compañía re-expresó, bajo este nuevo escenario, los estados de resultados de los años 2013 y 2014.

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



Evolución del endeudamiento y la liquidez

Al 30 de septiembre de 2016, los pasivos financieros consolidados de **GEN** alcanzaban a US\$ 581 millones, lo que significa un alza de 9,2% respecto de diciembre de 2015, tal como se muestra en la Ilustración 2. Lo anterior, es producto del financiamiento obtenido por la subsidiaria Atacama Navigation Ltd. para la adquisición de una nave.

Un 33,2% de la deuda financiera consolidada de **GEN** proviene de los compromisos de CMC, un 31,4% de los compromisos de Agunsa, un 10,1% de Arauco Navigation, un 9,1% de Angol Navigation y un 9,1% de las obligaciones individuales de la matriz.

La deuda financiera consolidada corresponde en un 83,5% a obligaciones con bancos, 6,0% a arrendamientos financieros, 2,3% a instrumentos derivados y 8,2% a los bonos emitidos en 2011. La porción corriente de la deuda financiera alcanzaba a un 17,1% del total de las obligaciones financieras.

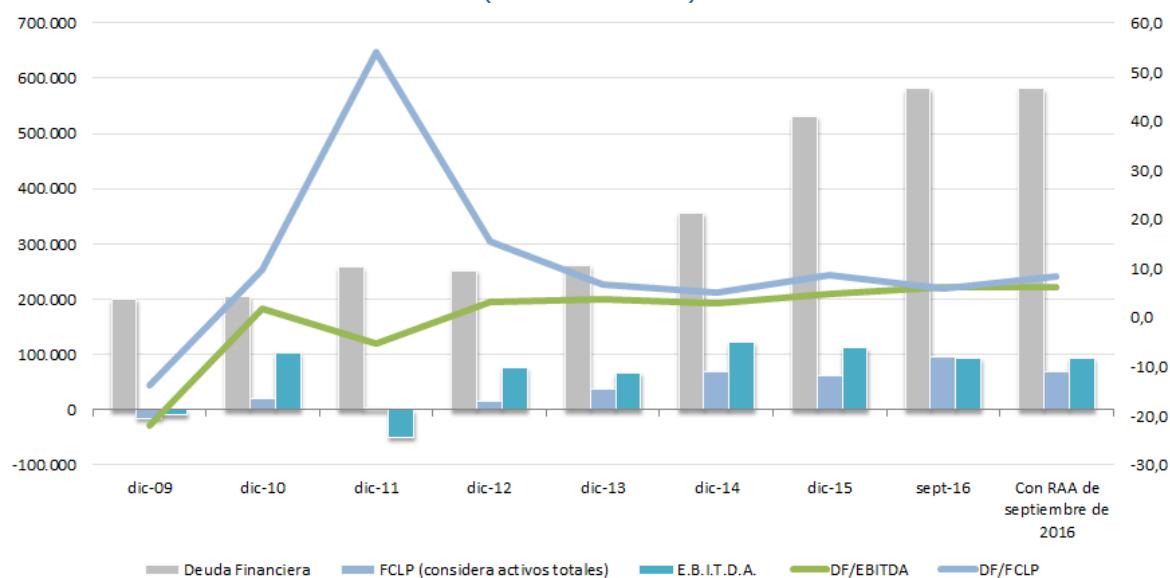
Dado el aumento del endeudamiento financiero por la compra de las naves para cumplir con los contratos de arriendo, junto con la menor generación de EBITDA de Agunsa, una de las principales filiales de **GEN**, la relación deuda financiera sobre EBITDA y Flujo de Caja de Largo Plazo⁹ (FCLP) de **GEN**, también

⁹ El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

experimentaron alzas. La relación sobre EBITDA subió desde 2,9 veces, en diciembre de 2014, a 6,2 veces a septiembre de 2016. Sin embargo, sin incorporar el endeudamiento ni el EBITDA asociado al negocio de fletamiento de naves, este indicador es de alrededor de 4,0 veces.

De la misma forma, la relación deuda financiera sobre FCLP se incrementó desde 5,7 veces, en diciembre de 2014, a una razón superior a las 6,1 veces a septiembre de 2016. Sin embargo, si se calcula el FCLP incorporando únicamente la última rentabilidad anual de los activos (igual a 7,5%), la relación deuda financiera sobre FCLP llega a 8,3 veces.

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



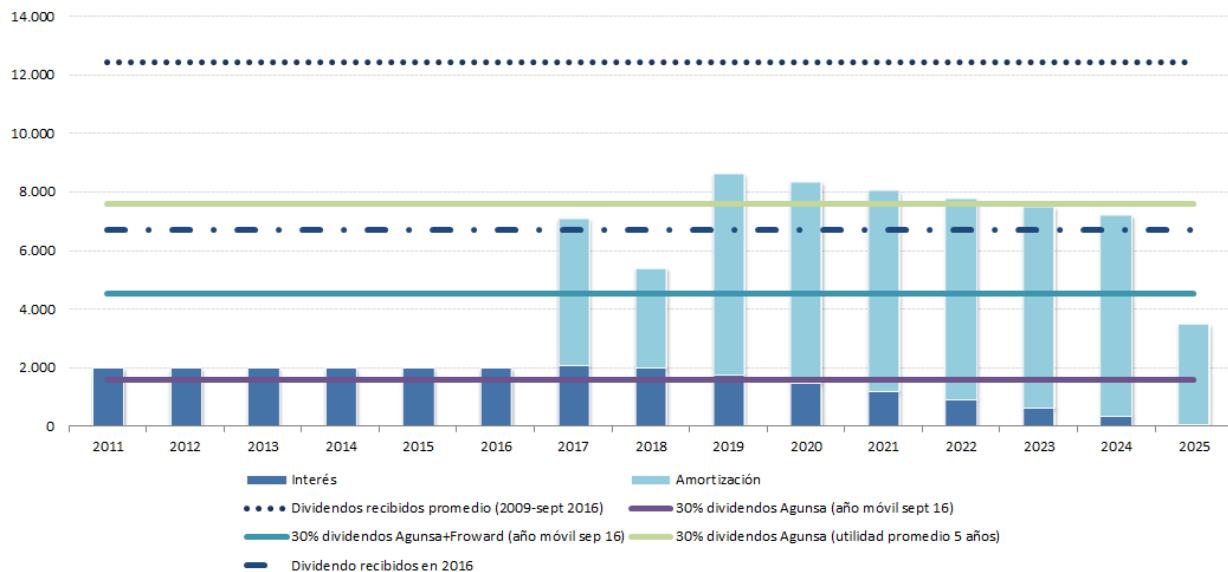
El gráfico de la Ilustración 3 muestra el perfil de vencimientos del bono de **GEN** comparado con los escenarios de reparto de dividendos de sus filiales. Considerando las utilidades del año móvil terminado en septiembre de 2016, puede verse que basta un reparto de cerca del 51,3% de la utilidad de Agunsa, CMC y Forward para pagar el máximo vencimiento anual del bono. Este escenario es conservador por cuanto no incorpora los dividendos repartidos por las empresas asociadas (puertos), que en general reparten utilidades todos los años.

Cabe mencionar, que dada la venta de los servicios "liner container" de CCNI (actual CMC), la utilidad de Agunsa también sufrió un deterioro producto de los menores niveles de ingresos (mencionados 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,

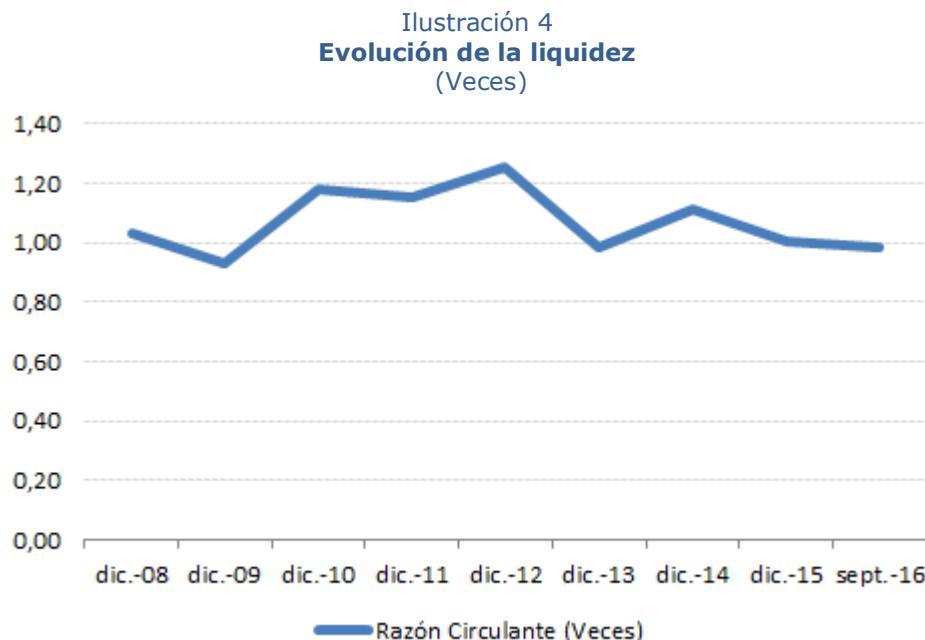
2020 y 2021. Sin embargo, en los años anteriores a estos vencimientos existen importantes holguras que pueden ser administradas para hacer frente a estos pagos (también existe la posibilidad de aumentar el porcentaje de utilidades que se reparten como dividendos).

Ilustración 3
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, entre 2009 (razón igual a 0,93 veces) y 2013 (indicador igual a 0,98 veces) la compañía experimentó un deterioro de este ratio, para, posteriormente, en 2014 y 2015, incrementarse por sobre la unidad. Sin embargo, en septiembre de 2016 este indicador cayó a 0,98 veces.

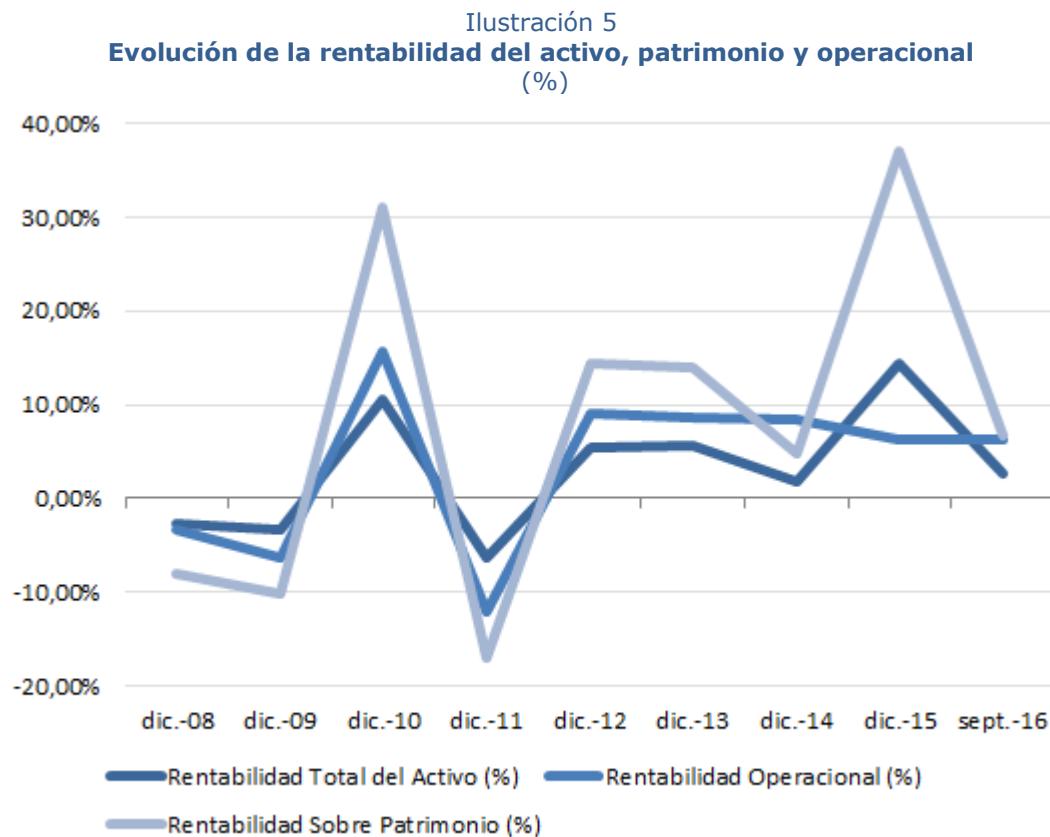
A nivel de filiales, la liquidez de Agunsa en septiembre de 2016 fue igual a 0,96 veces, mientras que para CMC finalizó en 1,57 veces.



Evolución de la rentabilidad¹⁰

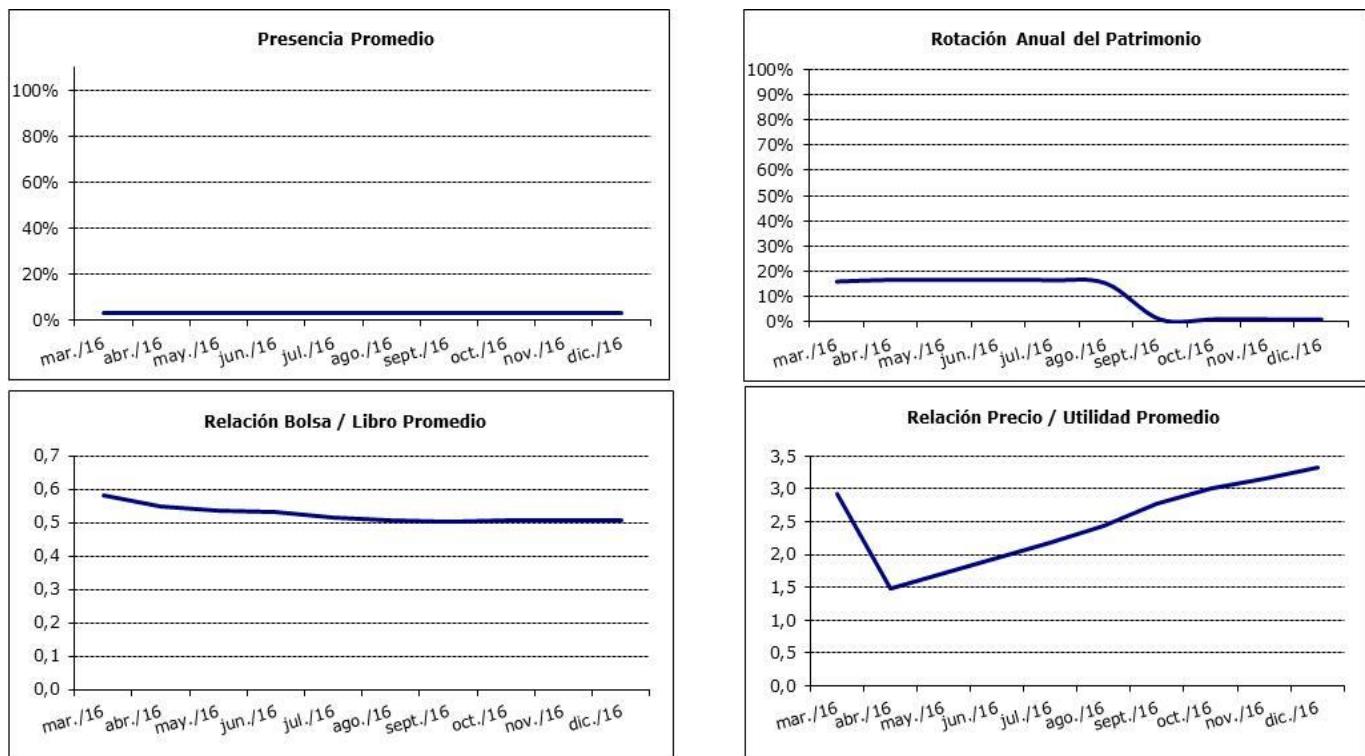
La rentabilidad de la empresa ha estado influida, principalmente, por los resultados obtenidos por la filial CMC (y, antes de la enajenación de la línea de negocios "liner container", por los resultados obtenidos por CCNI), la que constituye la segunda mayor proporción del patrimonio consolidado de **GEN** (después de Agunsa). Como consecuencia, la rentabilidad de activos y del patrimonio ha sido muy volátil en los últimos años, a causa de los vaivenes del mercado de transporte marítimo de contenedores y la pérdida del contrato agenciamiento entre CCNI y Agunsa.

¹⁰ 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.



Acciones

A continuación, se presenta el comportamiento de las acciones de la compañía a diciembre de 2016, 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 muestra 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 3,1%.



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 (0,15 veces a Septiembre 2016)
Nivel de Endeudamiento Individual CCNI	Inferior a 2,25 veces (0,89 veces a Septiembre 2016)
Nivel de Endeudamiento Individual AGUNSA	Inferior a 1,5 veces (0,68 veces a Septiembre 2016)
Nivel de Endeudamiento Individual Portuaria Cabo Froward	Inferior a 1,35 veces (0,13 veces a Septiembre 2016)
Cobertura Individual de Servicio de Deuda	Superior a 2,0 veces (8,31 veces a Septiembre 2016)
Patrimonio mínimo	US\$ 175 millones (US\$ 460 millones a Septiembre 2016)

"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".