



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual y Cambio de Clasificación

Analista
Carlos García B.
Tel. (56) 22433 5200
carlos.garcia@humphreys.cl

Grupo Empresas Navieras S.A.

Enero 2018

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

Tipo de instrumento	Categoría
Bonos	BBB+
Tendencia	Estable
Acciones	Primera Clase Nivel 3 ¹
Tendencia	Estable
EEFF base	30 septiembre 2017

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\$	2012	2013	2014	2015	2016	Ene-Sep 2016	Ene-Sep 2017
Ingresos de Actividades Ordinarias	1.482.146	670.703	680.751	521.181	456.132	334.004	433.770
Costo de ventas	-1.340.623	-543.264	-561.674	-409.491	-341.320	-251.744	-331.830
Ganancia Bruta	141.523	127.439	119.077	111.690	114.812	82.260	101.940
Gastos de administración	-89.552	-75.475	-75.162	-65.511	-57.738	-42.134	-42.308
Resultado operacional	52.830	50.382	53.852	47.693	54.564	38.825	60.143
Costos financieros	13.414	-12.177	-17.996	-22.395	-24.944	-17.874	-20.074
Utilidad del Ejercicio	43.615	46.350	17.242	151.220	33.588	27.876	36.189
EBITDA²	76.299	67.378	123.031	112.158	99.218	70.589	95.065

Balance General Consolidado IFRS						
M US\$	2012	2013	2014	2015	2016	Sept 2017
Activos Corrientes	311.924	280.484	354.152	218.167	197.595	223.377
Activos No Corrientes	489.530	578.908	632.998	897.255	966.759	993.081
Total Activos	801.454	859.392	987.150	1.115.422	1.164.354	1.216.458
Pasivos Corrientes	248.161	285.265	317.524	217.537	193.352	235.391
Pasivos No Corrientes	235.464	227.777	302.929	447.310	506.431	529.534
Pasivos Totales	483.625	513.042	620.453	664.847	699.783	764.925
Patrimonio total	317.829	346.350	366.697	450.575	464.571	451.533
Patrimonio y Pasivos, Total	801.454	859.392	987.150	1.115.422	1.164.354	1.216.458
Deuda Financiera	252.639	262.072	356.758	531.879	555.442	610.767

¹ Clasificación anterior: Primera Clase Nivel 4.

² Definido como ganancia bruta más otros ingresos por función, menos gastos de administración, menos otros gastos por función, más/menos otras ganancias (pérdidas).

Opinión

Grupo Empresas Navieras S.A. (GEN) es la sociedad matriz de las sociedades Compañía Marítima Chilena S.A. (CMC, continuadora de CCNI, dedicada al transporte marítimo de vehículos y al negocio armatorial), Agencias Universales S.A. (Agunsa, orientada al agenciamiento naviero, actividades de logística de distribución y participación en concesión de aeropuertos y puertos), Portuaria Cabo Froward S.A. (Froward, administración de puertos) y Talcahuano Terminal Portuario S.A. (TTP, puerto). Además participa, directamente, en las sociedades Antofagasta Terminal Internacional S.A. y Terminal Puerto Arica 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 cuenta con las filiales armadoras Angol y Arauco Navigation Ltd., cada una de ellas es la propietaria de las dos naves porta contenedores de 9.000 TEU. Asimismo, durante 2017 la compañía, a través de su filial CMC, concretó la adquisición de dos naves tanqueras (Brío y Pioneros).

Entre enero y septiembre de 2017, **GEN** generó ingresos consolidados por US\$ 434 millones y un EBITDA de US\$ 95,1 millones. Los ingresos aumentaron un 29,9%, respecto del mismo período de 2016, principalmente por un aumento en los segmentos de agenciamiento (109%), concesiones (59%) y una disminución de 6,5% en el segmento armador.

Por su parte, el EBITDA de la compañía, en términos consolidados, fue de US\$ 95,1 millones, lo que representa un incremento de 34,7%, respecto del mismo período de 2016. Este aumento se origina por mayores ganancias brutas en los diversos segmentos.

Así, los segmentos con mayor contribución a los ingresos de **GEN** están compuestos en 33% por el negocio de logística (38,8% a septiembre de 2016), 30,9% por el negocio de Agenciamiento (19,2% a septiembre de 2016), 17,0% por el negocio armador (23,6% a septiembre de 2016), 11,3% por el negocio de concesiones (9,3% a septiembre de 2016) y 7,6% por el negocio de operación de puertos marítimo (que representaba un 9,1% de los ingresos de GEN a septiembre de 2016).

A la misma fecha, la deuda financiera consolidada alcanzaba los US\$ 611 millones (de los cuales US\$ 83,2 millones corresponden a las obligaciones financieras por parte de **GEN**), con un patrimonio total de US\$ 451,5 millones.

En los nueve primeros meses de 2017, sus principales filiales, CMC, Agunsa y Cabo Froward, tuvieron ingresos por US\$ 54,1 millones, US\$ 326,7 millones y US\$ 33,2 millones, respectivamente. La deuda financiera consolidada a septiembre de 2017, asciende a US\$ 610,7 millones, y corresponde en 33,6% a CMC, 30,6% a obligaciones de Agunsa, 8,6% a Arauco Navigation, 8,2% a Angol Navigation, 2,6% a Cabo Froward, 2,6% a TTP y 13,8% a la deuda financiera de la matriz.

Según datos del emisor, en el período 2012-2016 GEN ha percibido, en promedio, por concepto de dividendos de filiales, US\$ 17,2 millones anuales, de los cuales cerca del 67 % 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 del 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 propiedad de **GEN** presentan una valorización, según el precio en bolsa promedio de los últimos doce meses, de US\$ 164 millones. Esta cifra corresponde a dos veces la deuda financiera individual del emisor. Cabe señalar, que esta clasificadora está monitoreando esta fortaleza, puesto que las acciones de Agunsa mostraron durante 2016 e inicios de 2017 una caída en su cotización bursátil, lo que, sin embargo, ha presentado una fuerte reversión a partir de mayo de 2017, situándose en sus valores nominales máximos para el período 2006-2017.

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

Se considera, además, que el modelo de negocios desarrollado por CMC, así como de las filiales Arauco y Angol, difiere del desarrollado previamente por CCNI. En efecto, actualmente las filiales de **GEN** arriendan las naves por lo que traspasa a terceros los riesgos operativos (a excepción de la nave *car carrier* que es operada por CMC), en términos de exposición a variaciones en tarifas, costo de combustible, etc. Sin embargo, este nuevo modelo ha sido implementado en los últimos dos años, por lo que se requiere de un mayor horizonte de tiempo para evaluar la consistencia de los resultados obtenidos, considerando que solo durante 2017 CMC ha desembolsado dividendos a la matriz.

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

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

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

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

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

Respecto de CMC, sus riesgos son la variabilidad de los precios de los fletes navieros, aun cuando este riesgo tiene un impacto menor, toda vez que se manifestaría solo en el transporte de vehículos, cuyas tarifas se renegocian con una periodicidad anual. En el caso del negocio de fletamento, si bien las tarifas de arriendo están fijadas por contrato, es necesario seguir con atención la solvencia de los arrendatarios, en este caso Enap (clasificado en Baa3 en escala global) y Maersk (clasificado Baa a escala global) (que adquirió Hamburg Süd, y representa la principal compañía naviera del mundo en términos de participación de mercado, según Alphaliner); además, en el caso de las naves arrendadas a Enap y desde una perspectiva de largo plazo, persiste el riesgo de renovación de los contratos, dada la estructura de amortización de la deuda, en que existe un pago tipo balloon al término del mismo.

Humphreys valora que el emisor haya enajenado el negocio de *"liner container"*, que en el pasado generó 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 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\$ 555,4 millones, en 2016, cerrando a septiembre de 2017 en US\$610,8 millones. Este aumento está influido, por una parte, por la deuda tomada por la matriz debido a las OPAs implementadas durante 2017 para incrementar la participación en las filiales CMC, Agunsa y Cabo Froward; y, por otra parte, a los pasivos financieros de CMC (la deuda financiera de la compañía continuadora de CCNI pasó de US\$ 28,9 millones en 2014, a US\$ 205,2 millones a septiembre de 2017).

El incremento de la deuda financiera responde a la adquisición en 2015 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 de dos naves similares adquiridas en 2017, también arrendadas a ENAP; así como dos naves de 9.000 TEUs adquiridas en 2016 (Atacama y Andes Navigation, que son arrendadas a Maersk 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\$ 50 millones por cada una de estas naves (las que son arrendadas por 12 años a Maersk).

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 4,9 veces, en septiembre de 2017. Sin embargo, excluyendo el endeudamiento y EBITDA asociado al negocio de fletamento de naves, este indicador es cercano a 4,7 veces. Asimismo, la relación deuda financiera sobre FCLP subió desde 5,1 veces, en diciembre de 2014, a 6,1 veces a septiembre de 2017.

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

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.

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.

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.

La modificación en el *rating* asignado a los títulos accionarios, desde “*Primera Clase Nivel 4*” a “*Primera Clase Nivel 3*”, se debe a que siendo instrumentos con una presencia bursátil ajustada inferior a 20%, cuentan con un *market maker*.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Adecuada y estable generación de flujos (vía dividendos de las filiales Agunsa y 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 acotado por el nuevo modelo de negocios).
- Dependencia a pago de dividendos de filiales (bajo probabilidad de manifestarse y susceptible de ser administrado).
- Exposición al debilitamiento comercial y financiero de Agunsa (baja probabilidad de ocurrencia, pero con elevado impacto).
- Exposición al debilitamiento comercial y financiero de Cabo Froward (baja probabilidad de ocurrencia, con bajo impacto).
- Exposición al tipo de cambio y tasa de interés (riesgo administrable).
- Caída en flujos provenientes en contratos de arrendamiento, por incumplimiento o renovación de contrato (riesgo moderado, dada la alta clasificación de riesgo de las contrapartes).

Hechos recientes

Resultados a 2016

Al 31 de diciembre de 2016, **GEN** generó ingresos consolidados por US\$ 456 millones⁴ y un EBITDA por US\$ 99,2 millones. Los ingresos disminuyeron un 12,4% respecto del mismo período de 2015, explicado principalmente por la caída de los segmentos de Agenciamiento (25,71%), Concesiones (54,28%) y Logística (6,84%), en tanto que los segmentos de Operación de Puertos y Negocio Armador mostraron aumentos de sus ingresos de 57,5 y 13,03%, respectivamente.

En este periodo, los ingresos de la filial Agunsa cayeron un 23% a US\$311,7 millones, debido a la disminución de sus actividades como resultado de la venta del negocio “*liner container*”. El EBITDA de la compañía finalizó en US\$ 30,6 millones, lo que significa una caída de 70% respecto del año anterior. Sin

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

embargo, durante 2015 el EBITDA de la compañía estuvo afectado por ganancias extraordinarias por US\$ 40 millones, debido a 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\$ 176,9 millones, un 8,7% menor a lo exhibido a fines de 2015.

Por su parte, en 2016 los ingresos de la filial CMC cayeron un 4,5% respecto de 2015 debido a que los mayores ingresos por concepto de fletamiento fueron más que contrarrestados por la caída del servicio de transporte marítimo.

CMC ha continuado con la mejora en los costos, los cuales, como proporción de los ingresos, han caído desde un 77,9% en 2014 a un 69,1% en 2016. Así, el margen bruto de la compañía creció en un 19,1%. El EBITDA de esta filial creció en un 41,8%. Finalmente, CMC experimentó utilidades por US\$ 8,4 millones.

La deuda financiera de CMC se incrementó desde US\$ 133,1 millones que exhibía en 2015, a US\$ 183,3 millones en 2016. Esta alza se produjo por la consolidación del financiamiento, tras la adquisición de la nave de 9.000 TEU Atacama.

Los ingresos de la filial Froward aumentaron en 60,4% respecto del año anterior, reduciéndose, además, la relación entre costo de venta e ingresos, pasando de 58,9% en 2015 a 58,3% en 2016. 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 51,9% en 2016. Finalmente, la utilidad de Froward creció desde US\$4,8 millones en 2015 a US\$10 millones en 2016. Por su parte, la deuda financiera de Froward retrocedió un 21,2% a US\$ 13,7 millones.

Considerando los resultados antes descritos de las filiales, en 2015, **GEN** obtuvo un resultado de explotación de US\$ 54,6 millones, lo que significa un aumento de 14,4% respecto del año anterior. El EBITDA, por su parte, alcanzó a US\$99,2 millones, lo que representa una caída de 11,5% en comparación con el año anterior, debido, principalmente, a que en ese período se consideró el resultado extraordinario por la venta de CCNI.

Resultados a septiembre de 2017

Al tercer trimestre de 2017, **GEN** generó ingresos por US\$ 433,7 millones y un EBITDA por US\$ 95,1 millones. El primero de estos ítems presenta un crecimiento de 29,9% respecto del mismo período de 2016, explicado, principalmente, por los mayores ingresos en el segmento agenciamiento. El EBITDA consolidado de **GEN** aumentó en 34,7% en el período considerado.

Agunsa presentó un incremento de sus ingresos en un 44,8%, explicado principalmente por el alza en ventas de petróleo. De esta manera, la ganancia bruta de Agunsa subió 45,55% a US\$50,6 millones, en tanto que el EBITDA aumentó fuertemente desde los US\$19,3 millones, registrados en los tres primeros trimestres de

2016, a US\$68,4 millones a septiembre de 2017. La deuda financiera de Agunsa aumentó en 6,1% en septiembre de 2017 respecto de diciembre de 2016.

Los ingresos de CMC cayeron en 22,2%, llegando a US\$ 54,1 millones, debido a menores ingresos tanto en fletamiento como en transporte marítimo. Los costos de venta, por su parte, cayeron en 37,2%, con lo cual la relación de costo de venta sobre ingresos cayó desde 71% en septiembre de 2016 a 57,3%, en septiembre de 2017. Lo anterior, provocó un aumento de 14,5% en el margen bruto de la compañía. El EBITDA de la empresa llegó a US\$ 28,4 millones, lo que representa un incremento de 32,2% respecto de lo registrado en septiembre de 2016.

La deuda financiera de CMC pasó de US\$ 183,3 millones en 2016 a US\$ 205,2 millones a septiembre de 2017, debido a la adquisición de la nave Atacama de 9.000 TEUs (las que son arrendadas por 12 años a Hamburg Süd) y dos naves tanqueras Brio y Pioneros, arrendadas a ENAP.

Por su parte, los ingresos de explotación de Froward crecieron 8,7% a US\$ 33,1 millones en los primeros nueve meses de 2017, explicado principalmente por el aumento de la venta de servicios de exportación y de cabotaje. Los costos de venta exhibieron una mayor eficiencia, de hecho la relación costo de venta sobre ingresos pasó desde un 55,9% (a septiembre de 2016) a 52,2% (a septiembre de 2017). De esta manera, la ganancia bruta creció 17,8% a septiembre de 2017.

Por su parte, el EBITDA de Froward aumentó a US\$ 15,6 millones, lo que representa un alza respecto de 6% respecto a los primeros nueve meses de 2016. La deuda financiera de Froward subió 12,4% en septiembre de 2017 respecto de diciembre de 2016.

Con todo lo anterior, a septiembre de 2017 **GEN** obtuvo un resultado operacional de US\$ 60,1 millones, mientras que a septiembre de 2016 este resultado era de US\$ 38,8 millones.

Las obligaciones financieras de GEN crecieron un 10,0%, llegando a US\$ 610,8 millones, producto del aumento de la deuda financiera por la adquisición de la nave Atacama de 9.000 TEU y de las naves tanqueras arrendadas a ENAP.

Definición categorías de riesgo

Categoría BBB

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

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

Primera Clase Nivel 3

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

Tendencia 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 86 años y 56 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.

Contar con contratos de largo plazo en ingresos CMC aumenta la predictibilidad de este segmento

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 58% 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 83,2% de CMC (ex-CCNI), el 81,1% de Agunsa y el 91,9% de Froward. En los últimos cinco años, los ingresos por dividendos han fluctuado entre US\$ 6,7 millones y US\$ 37,6 millones.

Cambios en el modelo de negocios del segmento armador: Los ingresos provenientes del sector armador se basan principalmente en el arriendo de naves a ENAP y Maersk. Las características de fijar la tarifa de arriendo y traspasar al arrendatario los costos de la operación, por un período de doce años, permite incrementar la predictibilidad de los flujos provenientes de este segmento.

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 15,3%.

Esta última fortaleza será monitoreada, ya que la venta del segmento de negocio *liner container*, que operaba CCNI, a Hambürg 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 en su oportunidad la administración a esta clasificadora, el nivel de ingresos exhibidos en el pasado por Agunsa debería normalizarse dentro de dos a tres años. Con todo, en solo los primeros nueve meses del presente año el EBITDA de Agunsa ha sido superior al registrado previamente por la compañía en el período 2009-2013.

Participaciones accionarias: Las tres principales filiales de **GEN** (Agunsa, Froward y CMC) son todas sociedades anónimas abiertas que se transan en la Bolsa de Valores de Santiago. En caso de insuficiencia de flujos para el pago de las cuotas de los bonos, el emisor puede entregar en garantía sus inversiones para la obtención de créditos o, en el peor de los casos, recurrir a la venta de las acciones que posea en exceso; es decir, sobre el porcentaje que le permite conservar el control de la respectiva filial. De acuerdo con los precios de las últimas transacciones bursátiles (últimos doce meses), Agunsa tendría un valor económico de US\$ 203 millones, CMC (ex CCNI) de US\$ 82 y Froward de US\$ 69 millones.

Comercio internacional: La globalización, proceso en el cual se encuentra la mayoría de los países, afecta directa y positivamente el desarrollo del comercio internacional y, con ello, el negocio de transporte marítimo (CMC, ex CCNI), el agenciamiento naviero y logística (Agunsa) y la actividad portuaria (Portuaria Cabo Froward y ATI, TPA 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).

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

Riesgos asociados a CMC (ex CCNI): A septiembre de 2017, el 28,4% de los ingresos de CMC 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 71,6% de los ingresos restantes de esta filial provienen del negocio de fletamento, 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 5,5 veces al año móvil finalizado en septiembre de 2017. De esta manera, CMC está sujeta a la capacidad futura de pago de Maersk 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 la tendencia de fusiones y adquisiciones de las empresas navieras, que generaría una mayor concentración en la industria.

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

Exposición al tipo de cambio y tasas de interés: Por sus inversiones y actividades en el exterior, propios de su rubro, las fluctuaciones en la paridad del tipo cambio afectan tanto el balance de la compañía como sus resultados. En el caso de Agunsa, cerca del 60% de las ventas de esta compañía están denominadas en moneda extranjera, mientras que 90% de los costos están en 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 90,3% de sus ingresos está en dólares y el 77,9% de los costos está expresado en esta moneda.

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

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

Antecedentes generales

Historia

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

El objeto principal de la compañía es la inversión en acciones y valores mobiliarios, manteniendo actualmente participación accionaria directa o derechos en las siguientes empresas: Compañía Marítima Chilena S.A., Agencias Universales S.A., Portuaria Cabo Froward S.A., Talcahuano Terminal Portuario S.A., Antofagasta Terminal Internacional S.A., Portuaria Mar Austral S.A., Angol Navigation Ltd., Arauco Navigation Ltd. y Terminal Puerto Arica S.A., el cual, sin embargo, ha sido reclasificado como disponible para la venta.⁵ Por otra parte la emisora, a través de sus filiales, participa en otras sociedades que en total suman más de 100 empresas, tanto nacionales como extranjeras.

Propiedad y administración de Grupo Empresas Navieras S.A.

Accionistas

Los principales accionistas de **GEN** al 30 de septiembre de 2017, 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.	9,58%
Euro Inversiones S.A.	7,68%
Finvest S.A.	7,05%
Btg Pactual Small Cap Chile Fondo De Inversion	6,40%
Inversiones Santa Paula Limitada	2,94%
Credicorp Capital S.A. Corredores De Bolsa	2,34%
A.F.P. Provida S.A. Fondo De Pensiones C	2,30%
A.F.P. Habitat S.A. Para Fondo De Pensiones C	1,39%
Larraín Vial S.A. Corredores De Bolsa	0,92%
Resto	4,74%

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

⁵ De acuerdo a lo señalado por la compañía, los recursos provenientes de esta enajenación podrían ser destinados a la reducción de los pasivos financieros del *holding*.

Directorio y ejecutivos

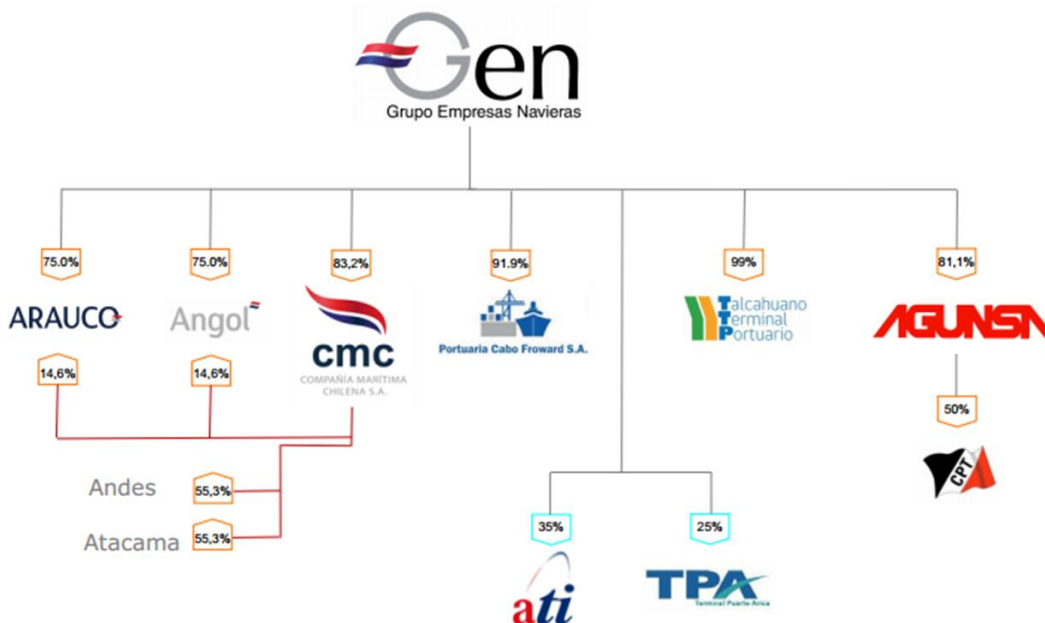
El directorio de la compañía está formado por nueve miembros, identificados a continuación:

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

La administración de la compañía está conformada por Felipe Irrarrázaval Ovalle como gerente general, Rodrigo Faura Soletic como gerente contralor y 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\$	2014	2015	2016	Ene-Sep 2016	Ene-Sep 2017
Ingresos de Actividades Ordinarias	90.768	94.991	90.703	69.509	54.104
Costo de ventas	-70.739	-71.453	-62.659	-49.320	-30.985
Ganancia Bruta	20.029	23.538	28.044	20.189	23.119
Gastos de administración	-2.749	-6.934	-6.119	-4.613	-3.659
Resultado operacional	14.978	17.152	21.455	15.386	20.381
Costos financieros	-1.818	-5.406	-10.866	-7.868	-8.888
Utilidad del Ejercicio	-24.927	80.802	8.428	8.955	9.669
EBITDA	15.668	21.200	30.069	21.508	28.442

CCNI: Balance General Consolidado IFRS	CMC (Ex-CCNI)			
M US\$	2014	2015	2016	sep-17
Activos Corrientes	98.105	50.718	47.432	34.684
Efectivo y equivalentes	17.381	32.444	37.819	20.126
Activos No Corrientes	140.704	266.841	325.989	370.376
Total Activos	238.809	317.559	373.421	405.060
Pasivos Corrientes	122.254	38.843	28.909	35.891
Pasivos No Corrientes	25.836	108.775	165.506	184.667
Pasivos Totales	148.090	147.618	194.415	220.558
Patrimonio total	90.719	169.941	179.006	184.502
Patrimonio y Pasivos, Total	238.809	317.559	373.421	405.060
Deuda Financiera	28.888	133.090	183.257	205.223

Antecedentes generales

En el pasado CCNI, ahora CMC, fue una empresa dedicada al transporte marítimo de carga, en especial en aquellas rutas relacionadas con el comercio exterior chileno. 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 fletamento y la administración de naves y ii) el transporte marítimo. Además, la Compañía ofrece servicios de transporte marítimo internacional de vehículos (automóviles, camiones, buses y maquinarias).

A septiembre de 2017, el 71,6% de los ingresos de CMC provinieron del negocio de fletamento, el que presenta una considerable estabilidad de los ingresos, puesto que corresponde a contratos de arriendo a plazo con cánones preestablecidos. El restante 26,1% de los ingresos tuvieron su origen en el transporte marítimo (de carga no contenerizada como es el transporte de vehículos).

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

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

Estas nuevas adquisiciones han provocado un aumento del endeudamiento financiero relativo al EBITDA de la compañía, ratio que pasaría de 1,8 veces, que exhibía la compañía a diciembre de 2014, a 5,5 veces al año móvil finalizado en septiembre de 2017.

Sin embargo, cabe mencionar que la relación entre pasivo exigible y patrimonio disminuyó desde 1,6 veces, que exhibe CMC a diciembre de 2014, a 1,2 veces a septiembre de 2017.

Agencias Universales S.A. (Agunsa)

AGUNSA: Estado de Resultados Consolidado IFRS						
M US\$	2013	2014	2015	2016	Ene-Sep 2016	Ene-Sep 2017
Ingresos de Actividades Ordinarias	556.549	612.205	403.975	311.682	225.539	326.680
Costo de ventas	-459.536	-523.972	-342.373	-260.534	-190.741	-276.058
Ganancia Bruta	97.013	88.233	61.602	51.148	34.798	50.622
Gastos de administración	-61.905	-64.203	-49.274	-42.317	-30.966	-32
Resultado operacional	33.821	37.865	50.935	6.413	2.850	49.902
Costos financieros	-7.174	-12.150	-9.435	-6.956	-5.084	-5.412
Utilidad del Ejercicio	42.375	39.778	56.316	11.317	8.990	16.643
EBITDA	45.565	101.769	102.022	30.566	19.333	68.429

AGUNSA: Balance General Consolidado IFRS					
M US\$	2013	2014	2015	2016	sep-17
Activos Corrientes	171.515	261.875	155.645	133.923	158.692
Efectivo y equivalentes	25.133	35.324	19.213	25.687	34.086
Activos No Corrientes	299.836	319.556	327.993	338.630	346.469
Total Activos	471.351	581.431	483.638	472.553	505.161
Pasivos Corrientes	180.674	206.376	152.297	130.854	150.794
Pasivos No Corrientes	116.618	179.220	139.367	153.838	153.465
Pasivos Totales	297.292	385.596	291.664	284.692	304.259
Patrimonio total	174.059	195.835	191.974	187.861	200.902
Patrimonio y Pasivos, Total	471.351	581.431	483.638	472.553	505.161
Deuda Financiera	149.023	232.636	193.669	176.848	187.705

Antecedentes generales

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

Agunsa se dedica principalmente a la prestación de servicios al transporte marítimo y actividades conexas, como agenciamiento de naves, servicios de estiba, arriendo de equipos, almacenaje, control de inventarios,

logística, distribución de cargas y otros aspectos relacionados. Adicionalmente, ha desarrollado un área de negocios ligada a las concesiones y representaciones.

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

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

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

Entre los principales riesgos a los que se encuentra sometida la compañía, se considera un alto nivel de endeudamiento⁶, el que a septiembre de 2017 alcanzaba 1,5 veces.

A esto hay que sumar que producto de la venta del negocio de "liner container" de CCNI (actual CMC), Agunsa perdió los contratos de agenciamiento que mantenía con esta última. Con ello, los ingresos de Agunsa cayeron un 23% en 2016 respecto de 2015; mientras que el EBITDA⁷ de la empresa bajó un 70% en el mismo lapso. No obstante, durante 2017, y producto del desarrollo de nuevos negocios, los ingresos y EBITDA de Agunsa se incrementaron en 44,8 y 253,9%, respectivamente.

Portuaria Cabo Froward S.A.

CABO FROWARD: Estado de Resultados Consolidado IFRS						
M US\$	2013	2014	2015	2016	Ene-Sep 2016	Ene-Sep 2017
Ingresos de Actividades Ordinarias	30.575	25.913	25.625	41.105	30.518	33.172
Costo de ventas	-20.344	-16.431	-15.083	-23.979	-17.062	-17.318
Ganancia Bruta	10.231	9.482	10.542	17.126	13.456	15.854
Gastos de administración	-3.946	-3.496	-3.264	-4.043	-2.926	-3.572
Resultado operacional	6.363	4.328	8.585	13.472	10.647	12.567
Costos financieros	-1.466	-1.103	-874	-671	-514	-508

⁶ Medido como pasivos totales sobre patrimonio total.

⁷ Definido como ganancia bruta más otros ingresos por función, menos gastos de administración, menos otros gastos por función, más/menos otras ganancias (pérdidas).

CABO FROWARD: Estado de Resultados Consolidado IFRS						
M US\$	2013	2014	2015	2016	Ene-Sep 2016	Ene-Sep 2017
Utilidad del Ejercicio	3.140	1.351	4.823	10.030	8.300	9.466
EBITDA	10.555	8.181	12.215	18.555	14.719	15.606

CABO FROWARD: Balance General Consolidado IFRS					
M US\$	2013	2014	2015	2016	sep-17
Activos Corrientes	5.431	7.661	9.652	12.352	12.968
Efectivo y equivalentes	519	592	2.944	5.452	4.534
Activos No Corrientes	88.318	85.573	82.211	87.431	91.170
Total Activos	93.749	93.234	91.863	99.783	104.138
Pasivos Corrientes	11.040	11.000	8.458	13.833	12.879
Pasivos No Corrientes	26.410	27.205	24.939	22.874	24.565
Pasivos Totales	37.450	38.205	33.397	36.707	37.444
Patrimonio total	56.299	55.029	58.466	63.076	66.694
Patrimonio y Pasivos, Total	93.749	93.234	91.863	99.783	104.138
Deuda Financiera	27.864	23.630	17.398	13.713	15.408

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 2016, los ingresos de la empresa fueron iguales a US\$ 46,1 millones, cifra que representa un incremento de 18,7% respecto de 2015. Lo anterior, debido a mayores tarifas y un aumento de operaciones en el terminal, así como menores cierres de puertos producto de marejadas.

A diciembre de 2016, la compañía finalizó el periodo con resultados negativos iguales a US\$5,4 millones, lo que significa mayores pérdidas que las incurridas en 2015, que alcanzaron a US\$2,7 millones, debido principalmente a los castigos asociados a las bajas de grúas móviles por la obsolescencia de estos activos.

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 2016, los ingresos de explotación se contrajeron en 1,4% hasta US\$ 50,7 millones, y la utilidad de la empresa llegó a US\$ 8,4 millones, lo que representa una disminución de 1,3% respecto a igual período 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.

Angol Navigation comenzó sus operaciones en marzo de 2015, fecha en que recibió la nave porta contenedores de 9.000 TEU de capacidad. A septiembre de 2017, cuenta con un patrimonio igual a US\$ 26,4 millones, obtuvo ingresos por US\$ 10,7 millones y utilidades por US\$ 3,9 millones.

Arauco Navigation comenzó sus operaciones en enero de 2015 cuando recibió la nave porta contenedores de 9.000 TEU. A septiembre de 2017, cuenta con un patrimonio igual a US\$ 28,5 millones. En ese mismo periodo, tuvo ingresos por US\$ 9,1 millones y utilidades por US\$ 3,1 millones.

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

Análisis financiero de GEN⁸

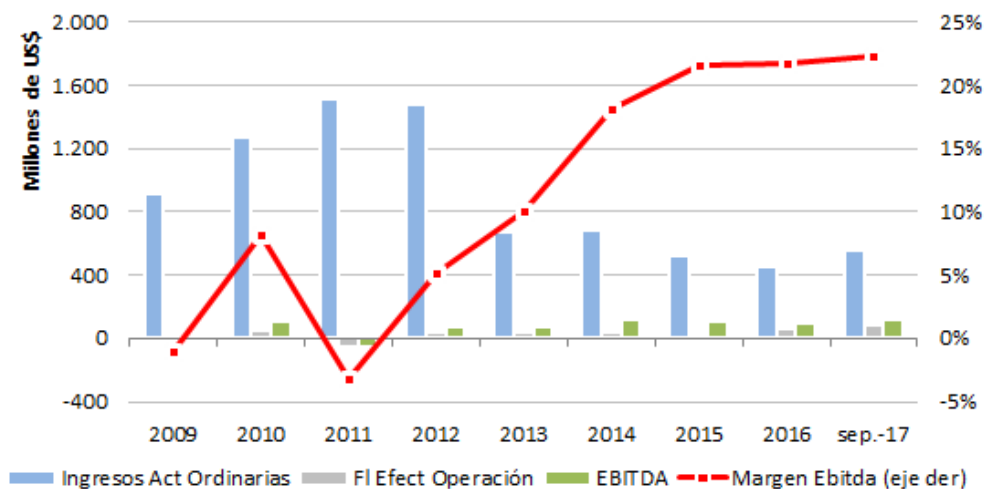
Evolución de los ingresos y EBITDA

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 2013⁹, 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 aludida a ingresos del orden de US\$ 521 millones (al cierre de 2015). Esta enajenación no sólo provocó la caída de los ingresos de CMC (ex CCNI), sino que también los ingresos de agenciamiento de Agunsa.

Posteriormente, los ingresos continuaron cayendo en 2016, pero en el año móvil finalizado en septiembre de 2017 se experimenta una leve alza, situándose en torno a los US\$556 millones, en tanto los flujos de efectivo de la operación alcanzaron los US\$79 millones a septiembre de 2017.

El margen EBITDA de la compañía ha continuado subiendo, mostrando valores muy superiores a los 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). De hecho, en el año móvil finalizado en septiembre de 2017 este indicador alcanzó un valor de 22,3%

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



⁸ Los datos a 2017 para efectos comparativos en este análisis, se consideran como año móvil de octubre 2016 a septiembre 2017.

⁹ 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.

Evolución del endeudamiento y la liquidez

Al 30 de septiembre de 2017, los pasivos financieros consolidados de **GEN** alcanzaban a US\$ 611 millones, lo que significa un alza de 10% respecto de diciembre de 2016, tal como se muestra en Ilustración 2. Lo anterior, es producto del financiamiento obtenido para la adquisición de dos naves tanqueras entregadas en arriendo a ENAP.

Un 33,6% de la deuda financiera consolidada de GEN proviene de los compromisos de CMC, un 30,6% de los pasivos de Agunsa, un 8,6% de Arauco Navigation, un 8,2% de Angol Navigation y un 13,8% de las obligaciones individuales de la matriz.

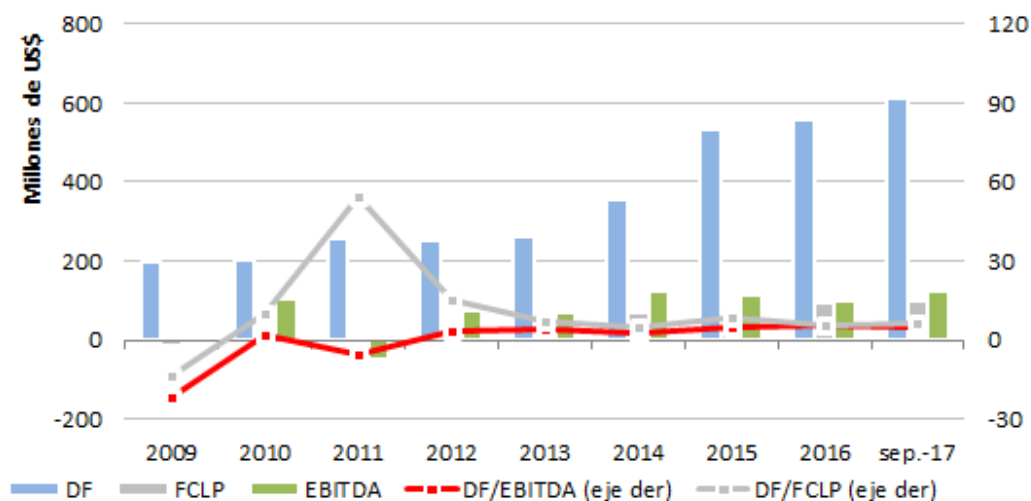
La deuda financiera consolidada corresponde en un 84,5% a obligaciones con bancos, 6,0% a arrendamientos financieros, 1,3% a instrumentos derivados y 8,2% a los bonos emitidos en 2011. La porción corriente de la deuda financiera alcanzaba a un 19,1% del total de las obligaciones financieras.

A pesar del incremento del endeudamiento financiero, tanto por la compra de las naves para cumplir con los contratos de arriendo como por los recursos necesarios para la materialización de las OPAs, la mayor generación de EBITDA registrada en el año móvil finalizado en septiembre de 2017 permitió que la relación deuda financiera sobre EBITDA cayera desde el valor de 5,6 veces registrado en diciembre de 2016, a 4,9 veces exhibido en septiembre de 2017.¹⁰ Sin embargo, dado que, por construcción, el Flujo de Caja de Largo Plazo¹¹ (FCLP) presenta menores oscilaciones que el EBITDA, el indicador Deuda Financiera/FCLP presenta un incremento desde 5,8 veces en diciembre de 2016 a 6,1 veces en septiembre de 2017. Con todo, estos valores son inferiores al 8,7 registrado en diciembre de 2015. Si se excluyen tanto el endeudamiento como el EBITDA asociado al negocio de fletamento de naves, la relación DF/EBITDA se sitúa en torno a las 4,7 veces.

¹⁰ Este indicador podría reducirse en el futuro en caso que se concrete la enajenación del Termina Puerto Arica y esos recursos sean destinados a la reducción de los pasivos financieros del emisor. En caso de concretarse, esta situación podría impactar favorablemente en su clasificación de riesgo.

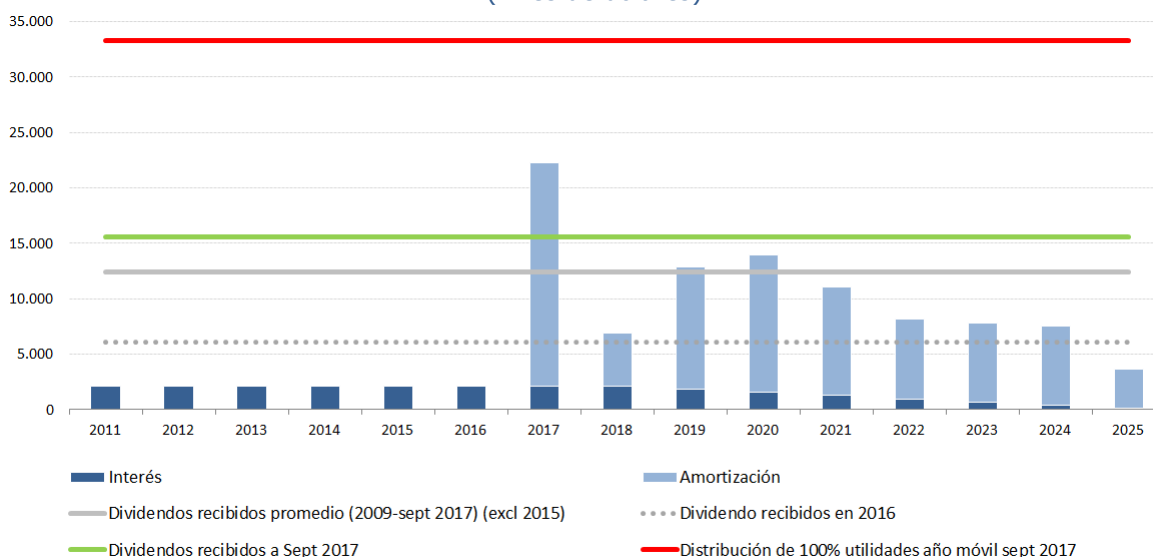
¹¹ El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

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



El gráfico de la Ilustración 3 muestra el perfil de vencimientos del bono de **GEN** comparado con los dividendos recibidos por sus filiales. Se aprecia que considerando los dividendos recibidos en promedio en el período 2009-2017 (excluyendo los dividendos extraordinarios de 2015 asociados a la venta de CCNI), la compañía puede hacer frente a la mayoría de los vencimientos, a excepción de 2017, 2019 y 2020. Sin embargo, si se consideran los dividendos recibidos a septiembre de 2017 estos serían insuficientes sólo para cubrir los pagos de 2017. No obstante, de acuerdo a lo señalado por la empresa, la administración se encuentra abocada a disponer de los recursos para disminuir el endeudamiento del grupo mediante la enajenación de activos. Con todo, en caso que las filiales operativas distribuyeran la totalidad de las utilidades registradas, en el año móvil finalizado en septiembre de 2017, la proporción recibida por la matriz permitiría enfrentar con holgura el pago de los vencimientos del bono.

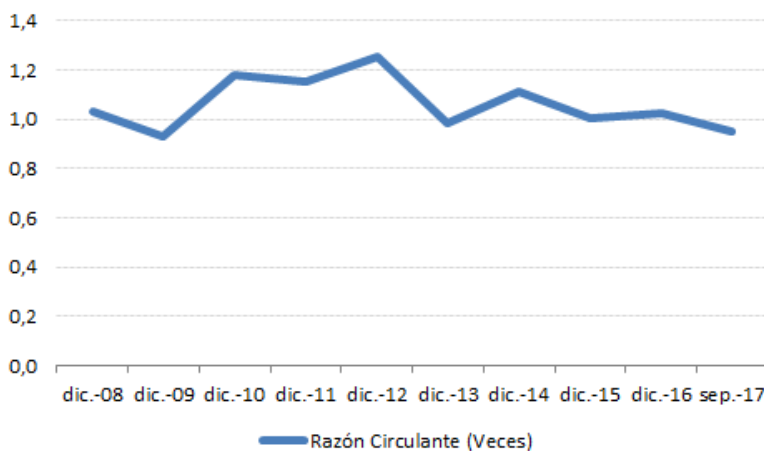
Ilustración 3
Perfil de vencimientos de GEN y reparto de dividendos de las filiales
 (Miles de dólares)



La liquidez de **GEN**, medida a través de la razón circulante (activos corrientes sobre pasivos corrientes), mostró durante 2019 un valor inferior a la unidad. Posteriormente, mostró una recuperación hasta situarse en niveles cercanos a 1,2. A partir de 2013, sin embargo, ha fluctuado en tornos cercanos a la unidad, situándose en septiembre de 2017 en un valor de 0,95 veces.

A nivel de filiales, la liquidez de Agunsa en septiembre de 2017 fue igual a 1,1 veces, mientras que para CMC finalizó en 0,97 veces.

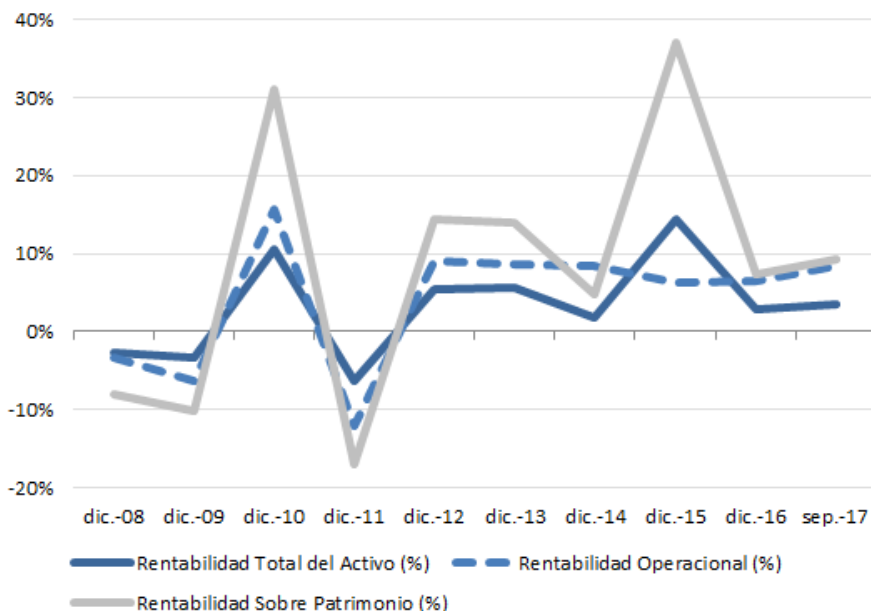
Ilustración 4
Evolución de la liquidez
 (Veces)



Evolución de la rentabilidad¹²

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

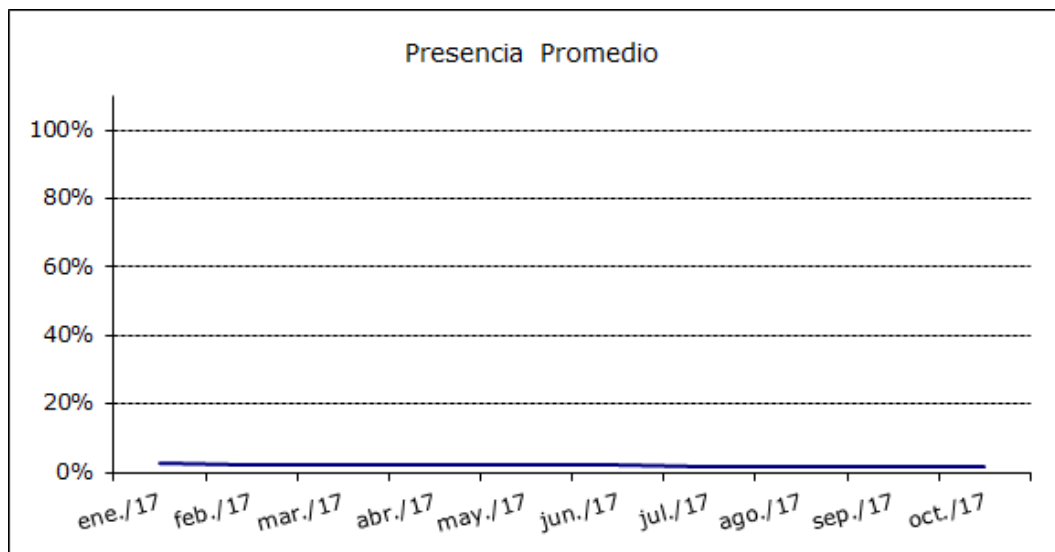
Ilustración 5
Evolución de la rentabilidad del activo, patrimonio y operacional (%)



¹² 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 octubre de 2017, en términos de presencia promedio (días en que los montos transados superaron las UF 200). Si bien, la presencia promedio de la acción de **GEN** en febrero y marzo de 2012 superaba el 30%, actualmente alcanza 1,7%.



Línea de bonos

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

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

Características de 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 (0,25 veces a Septiembre 2017)
Nivel de Endeudamiento Individual CCNI	Inferior a 2,25 veces (1,00 veces a Septiembre 2017)
Nivel de Endeudamiento Individual AGUNSA	Inferior a 1,5 veces (0,73 veces a Septiembre 2017)
Nivel de Endeudamiento Individual Portuaria Cabo Froward	Inferior a 1,35 veces (0,16 veces a Septiembre 2017)
Cobertura Individual de Servicio de Deuda	Superior a 2,0 veces (5,81 veces a Septiembre 2017)
Patrimonio mínimo	Superior a US\$ 175 millones (US\$ 452 millones a Septiembre 2017)

"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".