

## Humphreys cambia tendencia de clasificación de riesgo de Grupo Empresas Navieras desde “Estable” a “Favorable”

La compañía presentó ingresos consolidados a diciembre 2020 de US\$ 585,2 millones

Santiago, 30 de diciembre de 2021

### Instrumentos clasificados

Tipo de instrumento	Nemotécnico	Clasificación
Líneas de bonos		A-
Bonos	BNVI-A	A-
Bonos	BNVI-B	A-
Bonos	BNVI-E	A-
Acciones	NAVIERA	PCN3

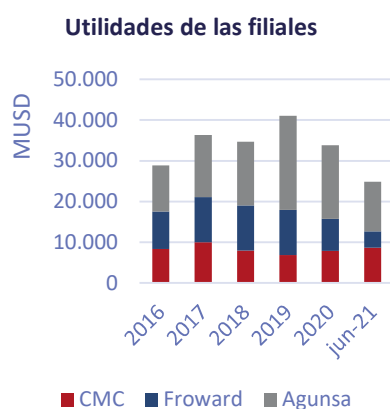
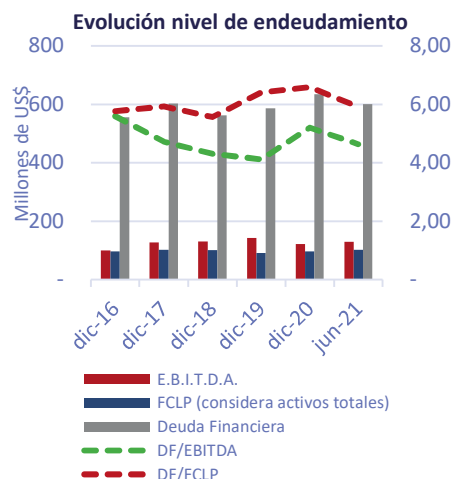
**Humphreys** acordó mantener la clasificación de riesgo de los instrumentos de deuda de largo plazo de **Grupo Empresas Navieras S.A. (GEN)** en “Categoría A-”, modificando la tendencia desde “Estable” a “Favorable”. Las acciones se mantienen en “Primera Clase Nivel 3”.

El cambio de tendencia desde “Estable” a “Favorable” se debe, principalmente, a las expectativas de crecimiento en los ingresos de su filial CMC respaldadas por los nuevos contratos de arrendamiento a largo plazo de sus naves que generará un aumento importante en sus flujos. Además, en forma complementaria, se valoran los esfuerzos de la filial Agunsa en mejorar la diversificación de sus negocios, enfocándose especialmente en los negocios logísticos lo que contribuye a una mayor estabilidad de sus flujos. Por otro lado, la compañía ha exhibido una disminución del nivel de endeudamiento consolidado en los últimos periodos, alcanzando a septiembre de 2021 un valor de 5,3 veces (septiembre 2020 era de 6,6 veces). Dado esto, **Humphreys** está revisando la clasificación para una posible alza, a la espera de la consolidación de sus resultados y la tendencia a la baja de sus niveles de endeudamiento consolidado.

La clasificación de riesgo asignada a los títulos de deuda de la compañía en “Categoría A-”, se sustenta en la experiencia del grupo, en el giro propio de sus filiales y su focalización en negocios asociados con el transporte y la logística. También se reconoce el que **GEN** sea la controladora de sus principales inversiones, Agunsa, Froward y CMC, lo que le permite determinar su política de dividendos y con ello los flujos que recibe por este concepto, pudiendo, por tanto, adaptar dicha política a las necesidades del momento, en particular para el pago de sus propios compromisos financieros.

Adicionalmente, se considera como un factor positivo el 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 aproximada de US\$ 216,4 millones, según el precio en bolsa promedio de los últimos doce meses con el tipo de cambio a diciembre 2020. La relación entre el valor en exceso de las principales filiales<sup>1</sup> sobre la deuda financiera individual, en el último periodo ha disminuido debido a principalmente un aumento de la deuda financiera individual desde US\$ 99,1 millones en 2019 a US\$

<sup>1</sup> Valor en exceso quiere decir la propiedad que podría vender la matriz de sus filiales sin perder el control de estas, es decir, aun manteniendo sobre el 50% de las filiales.



176,2 millones en junio 2021, situando en una relación a 1,02 veces la deuda financiera individual del emisor a junio de 2021 (en 2019 situada 1,8 veces).

A su vez, se considera la experiencia y consolidación de su modelo de negocio, lo cual se refleja en sus ingresos y resultados de los últimos años. En ese sentido, destaca la mayor estabilidad de los flujos consolidados, como consecuencia a que parte de ellos se originan en el arrendamiento de naves a entidades con adecuada capacidad de pago. Asimismo, se valora la evolución que han tenido sus principales filiales, lo que impacta positivamente en la diversificación de los dividendos percibidos por la matriz y los nuevos arriendos a largo plazo de buques de parte de su filial CMC.

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 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. Cabe mencionar, que producto de la crisis provocada por el Covid-19, Agunsa presentó efectos en sus flujos, disminuyendo sus ingresos en un 13%, aunque para junio 2021 ya se presenta un repunte de 19% respecto al mismo periodo del año anterior.

En forma complementaria, se incorpora positivamente la participación del grupo, a través del mismo y de Agunsa, en diversas concesiones de infraestructura de transporte. Esto ayuda a la diversificación de ingresos de la compañía, por medio de la recepción de dividendos.

Se considera también, que el modelo de negocios desarrollado por CMC, así como de las filiales Arauco y Angol, consistente en arriendo de naves a terceros, reduce la exposición a variaciones en tarifas, costo de combustible, etc. destacando los arrendamientos logrados en el último año para un periodo de tres y cuatro años en su negocio armatorial.

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 periodos por resultados financiero de sus filiales, aun cuando este riesgo se reduce por cuanto **GEN** controla a sus filiales operativas lo que le permite acceder en forma más expedita a estos flujos. También se considera la dependencia de las inversiones del emisor, en mayor o menor grado, al comportamiento del comercio exterior y principalmente al dinamismo de la economía global, 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

y una mayor consolidación de las empresas navieras, tendencia que se ha acrecentado en los últimos años con la fusión de importantes firmas. Además, se considera como factor de riesgo la caducidad de sus concesiones. Los riesgos enfrentados por Froward se refieren, principalmente, a la concentración de ingresos por clientes y por rubros.

Respecto de CMC, sus riesgos provienen del negocio de arriendo, donde, si bien las tarifas están fijadas por contrato, es necesario seguir con atención la solvencia de los arrendatarios, en este caso Enap y Maersk, los cuales atenúan este riesgo al contar con un bajo riesgo crediticio; 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, pago actualmente cubierto por el valor residual de los activos.

En relación con la crisis provocada por el Covid-19, en 2020 la compañía ha presentado una reducción en sus flujos, pero acotado considerando la severidad de la crisis y lo observado en otras empresas e industrias. En efecto a diciembre 2020 la compañía presentó ingresos por \$585 millones, lo que representa una caída de un 11% con respecto a 2019, sin embargo, en junio 2021 se aprecia un crecimiento de 17,8% respecto al mismo periodo del año 2020. Con todo, dada las sensibilizaciones efectuadas en el proceso de evaluación, a juicio de **Humphreys**, la compañía cuenta con la liquidez necesaria para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo, de hecho, en la práctica, a septiembre de 2021, la relación entre efectivo disponible y deuda financiera de corto plazo es de cerca de 60%.

La clasificación asignada a los títulos accionarios de **GEN** en "*Primera Clase Nivel 3*", se debe a que siendo instrumentos con una presencia bursátil ajustada inferior a 20%, cuentan con un *market maker*.

**GEN** es la sociedad matriz de las sociedades Compañía Marítima Chilena S.A. (CMC, continuadora de CCNI, dedicada al negocio armatorial y cabotaje), Agencias Universales S.A. (Agunsa, orientada al agenciamiento naviero, actividades de logística de distribución y participación en concesión de aeropuertos y puertos), Portuaria Cabo Froward S.A. (Froward, administración de puertos) y Talcahuano Terminal Portuario S.A. (TTP, puerto). Además, participa directamente en las sociedades Antofagasta Terminal Internacional S.A.

Indirectamente, a través de Agunsa, tiene presencia en las concesiones de los aeropuertos de Calama, La Serena, Punta Arenas, Puerto Montt y en Arica. Adicionalmente, la compañía cuenta con las filiales armadoras Angol y Arauco, cada una de ellas propietaria de una nave porta contenedores de 9.000 TEU.

En junio de 2021, **GEN** presentó ingresos consolidados por US\$ 347 millones y un EBITDA de US\$ 75 millones. A la misma fecha, la deuda financiera consolidada alcanzaba los US\$ 601 millones, con un patrimonio total de US\$ 442 millones. De acuerdo con estas cifras, la relación deuda financiera sobre EBITDA

anualizado alcanza 4,4 veces. Asimismo, la relación deuda financiera sobre FCLP<sup>2</sup> llega a 5,9 veces a junio de 2021. A septiembre 2021 el indicador finaliza en 5,3 veces, con una deuda financiera consolidada de US\$ 568 millones.

**Benjamín Espinosa**

*Analista de riesgo*

*benjamin.espinosa@humphreys.cl*

**Carlos García**

*Gerente de riesgo*

*carlos.garcia@humphreys.cl*

---

<sup>2</sup> 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.