

Emisión por 1.200.000 Unidades de Fomento

Por la estabilidad de flujos de su filial Agunsa, **Humphreys** clasificó en "Categoría BBB+" nueva línea de bonos de Empresas Navieras

Santiago, 18 de abril de 2011. **Humphreys** asignó "Categoría BBB+" a la línea de bonos y serie A emitidas por **Empresas Navieras S.A. (Naviera)**, mientras que la perspectiva de la clasificación se fijó en "Estable".

La clasificación de riesgo asignada se fundamenta en la experiencia del grupo en el giro de sus inversiones-filiales y en la sinergia que tal mix de empresas origina, al abarcar el rango completo de servicios de transporte marítimo. Complementariamente se reconoce el control que la empresa ejerce sobre sus tres filiales más importantes en términos patrimoniales: Compañía Chilena de Navegación Interoceánica S.A. (CCNI, transporte marítimo), Agencias Universales S.A. (Aguna, servicios portuarios y agenciamiento marítimo) y Portuaria Cabo Froward (Froward, puertos). Esto le permite determinar la política de dividendos de las mismas y, por ende, los flujos que recibe por este concepto. Entre 2006 y 2010 las filiales y coligadas de **Naviera** pagaron anualmente dividendos a su matriz por cerca de US\$ 10,5 millones promedio.

La clasificación también destaca el posicionamiento y solvencia de la filial Agunsa, empresa cuya generación de utilidades y EBITDA ha tenido en términos comparativos una elevada estabilidad, fluctuando entre US\$ 16,8 millones y US\$ 18,7 millones en el primer ítem, y entre US\$ 31,5 millones y US\$ 38,4 millones en el segundo, incluso bajo un escenario de crisis financiera mundial y del mercado de transporte marítimo de contenedores. Esta estabilidad le permite a **Naviera** contar con un flujo de dividendos de relativamente bajo riesgo a lo largo del tiempo, fundamental para el pago de sus compromisos financieros (el plan de pago de los bonos implica un máximo de US\$ 9,8 millones el año 2019).

Es importante destacar que dada la estructura de propiedad del *holding* y el modelo de negocio desarrollado, la variabilidad de los resultados de CCNI (sector naviero) no afecta la estabilidad de los flujos de Agunsa, filial de relevancia para el pago de los bonos a emitir por **Naviera**. Asimismo, en una elevada proporción, el nivel de actividad de Agunsa es independiente de CCNI.

También beneficia la clasificación de **Naviera** el que Agunsa, CCNI y Froward sean todas sociedades anónimas cuyas acciones se transan en la Bolsa de Valores de Santiago, de las cuales posee títulos que superan el 50%+1 de los necesarios para mantener su control, lo que le permite utilizarlos como garantía para obtener financiamiento. Por ejemplo, el valor del 19,83% enajenable de Agunsa alcanzaba a algo menos de US\$ 50 millones a mediados de abril de 2011.

En forma complementaria, también se reconoce la participación del grupo, a través de Agunsa, en diversas concesiones de infraestructura de transporte, como aeropuertos y puertos marítimos en Chile y el exterior, situación que amplía la diversificación de ingresos de **Naviera** a través de la recepción de dividendos. Adicionalmente, la clasificación asignada se beneficia del mayor desarrollo potencial del comercio internacional y el efecto positivo que esto tendría en la generación de ingresos de las filiales del emisor.

Desde otra perspectiva, la clasificación de riesgo se encuentra restringida por la dependencia del flujo de caja de **Naviera** al reparto de dividendos de sus filiales, montos que pueden verse afectados por temas meramente contables, así como la presión que conllevan las eventuales necesidades de aumento de capital de las empresas que controla. También toma en cuenta la dependencia de las inversiones del emisor, en mayor o menor grado, al comportamiento del comercio exterior chileno, así como los riesgos específicos asociados a CCNI, Agunsa y Froward.

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

En el caso de Agunsa, sus riesgos están relacionados principalmente con la competencia que enfrenta por parte de otros operadores de servicios portuarios, así como la concentración de clientes. Además se considera la proximidad en la caducidad de la concesión del Aeropuerto de Santiago. Los riesgos enfrentados por Froward se refieren principalmente a la concentración de ingresos por clientes y rubros.

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

En 2010 **Naviera** generó ingresos consolidados por US\$ 1.274 millones (aumento de 39% interanual), utilidades por US\$ 69 millones y un EBITDA de US\$ 101 millones, revirtiendo en estos dos indicadores las pérdidas sufridas en 2009 y originadas en la crisis mundial del rubro. En tanto, la deuda financiera de la sociedad, a la fecha de clasificación, ascendía a US\$ 204,6 millones.

Por su parte, Agunsa, CCNI y Froward obtuvieron ingresos por US\$ 457 millones, US\$ 823 millones y US\$ 20 millones, respectivamente; en tanto que la generación de EBITDA alcanzó a US\$ 37 millones, US\$ 67 millones y US\$ 7 millones, en el mismo orden. En tanto, los puertos de Antofagasta y Arica repartieron dividendos a Agunsa por US\$ 0,9 millones y US\$ 1 millón, respectivamente.

Naviera es la sociedad matriz de un conglomerado de empresas del rubro de transporte marítimo y de servicios relacionados, integrado por Compañía de Navegación Interoceánica S. A. (CCNI), Agencias Universales S. A. (AGUNSA), Cabo Froward S. A. y Portuaria Mar Austral S. A. La compañía, además, mantiene participación, a través de Agunsa, en las concesiones de los aeropuertos de Santiago, Punta Arenas y Calama, mientras que de forma directa lo hace en los puertos de Arica y Antofagasta.

Contacto en **Humphreys**:

Carlos Ebensperger H.

Teléfono: 562 - 433 5219

E-mail: carlos.ebensperger@humphreys.cl



<http://twitter.com/HumphreysChile>

[Clasificadora de Riesgo Humphreys](#)

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º – Las Condes, Santiago - Chile

Fono (562) 433 52 00 / Fax (562) 433 52 01

<http://www.humphreys.cl>

Para ser eliminado de nuestra lista de direcciones, envíenos un correo a ratings@humphreys.cl con el asunto "eliminar de la lista".