

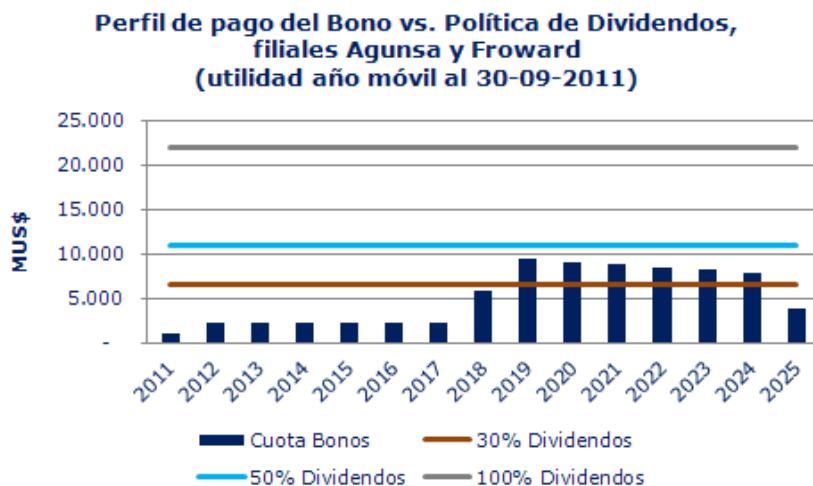
No obstante las pérdidas de la filial de transporte marítimo

Por la estabilidad de flujos de su filial Agunsa, Humphreys ratificó en "Categoría BBB+" los bonos de Grupo Empresas Navieras

Santiago, 28 de febrero de 2012. **Humphreys** ratificó en "Categoría BBB+" la clasificación de los bonos emitidos por **Grupo de Empresas Navieras S.A. (Naviera o GEN)**, y en "Primera Clase Nivel 3" la de sus títulos accionarios, mientras que la perspectiva de ambas clasificaciones se mantuvo en "Estable".

La clasificación de riesgo asignada a los bonos de **Naviera** 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. Se considera positivamente además para la clasificación 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, agenciamiento marítimo y administración de aeropuertos) y Portuaria Cabo Foward (Foward, puertos). Esto le permite establecerla política de dividendos de las mismas y con ello los flujos que recibe por este concepto. Entre 2006 y 2010 las filiales y coligadas de **GEN** pagaron anualmente dividendos a su matriz por cerca de US\$ 9,9 millones promedio.

La clasificación reconoce, asimismo, 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 (tres últimos años), y entre US\$ 31,6 millones y US\$ 38,4 millones en el segundo, incluso bajo escenarios de crisis financiera mundial y del mercado de transporte marítimo de contenedores, como ha venido ocurriendo desde 2011. 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\$ 9,5 millones en 2019). En efecto, como lo muestra el siguiente gráfico, considerando la utilidad del año móvil a septiembre de 2011 de Agunsa y Foward, se necesitaría un 43% de reparto de dividendo de sólo estas dos filiales para hacer frente al máximo pago anual de los bonos.



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 **GEN**, por ser ambas filiales abiertas en bolsa con directorios independientes, accionistas minoritarios y sin relación de dependencia directa entre sí. 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 mínimo del 19,83% enajenable de Agunsa alcanzó a cerca de US\$ 35 millones en los últimos cinco años (incluso en períodos de mercados fuertemente contractivos) para un valor total de los bonos emitidos por Naviera de US\$ 50,9 millones al 30 de septiembre 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 (Arica, Iquique y Antofagasta) en Chile y el exterior, situación que amplía la diversificación de ingresos de **GEN** 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.

Por el contrario, la clasificación de riesgo está restringida por la dependencia de **Naviera** al reparto de dividendos de sus filiales, montos que pueden verse afectados por temas meramente contables. También contrae la clasificación la presión que conllevan las eventuales necesidades de aumento de capital de las empresas que controla. Asimismo, se tiene 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 presente la elevada 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, como sucedió en 2011, 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. Para el caso de CCNI, en 2011 esta filial de Naviera obtuvo una ganancia por US\$ 47 millones, mientras que en los nueve primeros meses de 2011 llegó a una pérdida de US\$ 50,9 millones.

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.

En los nueve primeros meses de 2011 **GEN** generó ingresos consolidados por US\$ 1.110,4 millones (aumento de 22% respecto de igual lapso de 2010), pérdidas por US\$ 19,3 millones y un EBITDA de -US\$ 19 millones, ocasionada por las pérdidas de la filial CCNI. Mientras, la deuda financiera de la sociedad, a la fecha de clasificación, ascendía a US\$ 250,8 millones, de los cuales US\$ 50,9 millones correspondían a bonos emitidos por la matriz.

Por su parte, las filiales Agunsa, CCNI y Froward obtuvieron ingresos por US\$ 426,8 millones, US\$ 686,7 millones y US\$ 20,3 millones, respectivamente; en tanto que la generación de EBITDA alcanzó a US\$ 33,6 millones, -US\$ 58,6 millones y US\$ 7,9 millones, en el mismo orden.

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 (25%), Iquique (15%), Antofagasta (35%) y Talcahuano (99%).

Para mayores antecedentes, ver el respectivo informe de clasificación en www.humphreys.cl.

Contacto en **Humphreys**:

Carlos Ebensperger H.

Teléfono: 562 – 433 5200

E-mail: carlos.ebensperger@humphreys.cl



<http://twitter.com/HumphreysChile>

Clasificadora de Riesgo Humphreys

Isidora Goyenechea #3621 – Of. 1601 - Las Condes - Santiago - Chile

Fono (562) 433 5200– Fax (562) 433 5201

E-mail: ratings@humphreys.cl

<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".