



Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

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

Empresa Nacional Aeronáutica de Chile (ENAER)

Noviembre 2019

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
Línea de bonos y bonos	AAA
Tendencia	Estable
EEFF base	30 septiembre 2019 ¹

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda

Línea de bonos Serie A (BENAR-A)	Nº 894 de 19.06.2018 Primera emisión
-------------------------------------	---

Estado de Resultados (IFRS)							
US\$ Miles	2014	2015	2016	2017	2018	Ene-Sept 2018	Ene-Sept 2019
Ingresos de actividades ordinarias	54.935	42.402	46.791	55.669	50.107	31.710	36.840
Costo de ventas	-44.420	-34.113	-34.614	-45.388	-40.605	-22.970	-29.394
Ganancia bruta	10.516	8.289	12.177	10.281	9.502	8.740	7.446
Gastos de administración	-5.719	-4.305	-4.352	-5.476	-5.668	-4.198	-4.338
Resultado Operacional	4.797	3.984	7.825	4.805	3.834	4.542	3.108
Gastos financieros	-3.907	-2.365	-1.752	-2.535	-3.375	-2.355	-2.582
Resultado del período	4.727	2.431	3.977	-1.250	936	3.586	560
EBITDA	6.953	5.778	9.617	8.004	7.737	7.451	6.042

¹ El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 30 de junio de 2019. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 30 de septiembre de 2019 recientemente publicados, los cuales, de acuerdo con los análisis previamente efectuados, no afectan la categoría de riesgo asignada. Cabe destacar que el proceso de clasificación de **Humphreys** está basado en los aspectos estructurales del emisor, con un enfoque de largo plazo, por lo cual los resultados de un ejercicio en particular no afectan necesariamente, la opinión de la clasificadora.

Balance general (IFRS)						
MM\$ de cada año	2014	2015	2016	2017	2018	Sept-19
Activos corrientes	48.019	45.644	53.426	48.207	44.918	48.035
Activos no corrientes	65.948	52.075	50.799	45.405	42.507	40.089
Total activos	113.967	97.720	104.225	93.612	87.425	88.124
Pasivos corrientes	10.574	5.535	44.509	24.931	7.047	9.128
Pasivos no corrientes	106.945	81.994	45.289	57.259	69.497	68.190
Total Pasivos	117.519	87.529	89.798	82.190	76.544	77.318
Patrimonio	-3.552	10.190	14.427	11.422	10.881	10.806
Total pasivos y patrimonio	113.967	97.720	104.225	93.612	87.425	88.124
Deuda Financiera	99.000	83.519	82.120	74.319	71.465	70.585

Opinión

Fundamento de la clasificación

La **Empresa Nacional Aeronáutica de Chile (ENAER)** es una empresa Autónoma del Estado, cuya personalidad jurídica data de marzo de 1984, pero sus orígenes se remontan a la década de 1920, con la creación de la Maestranza Central de Aviación.

Según los estados financieros a diciembre de 2018, la empresa generó ingresos anuales por aproximadamente US\$ 50,1 millones y un EBITDA del orden de los US\$ 7,7 millones. A esa fecha, el emisor presentaba una deuda financiera por US\$ 71,5 millones y su patrimonio ascendía a cerca de US\$10,9 millones; a junio de 2019 estas mismas partidas ascendían a US\$70,1 millones y US\$11,7 millones, respectivamente.

La clasificación en “Categoría AAA” de la línea de bonos y de los títulos de deuda serie A emitidos por la compañía se sustenta en la garantía que el Estado de Chile, en calidad de codeudor solidario, ha otorgado a los créditos contratados por la sociedad, incluido los bonos objeto de calificación.

También se ha considerado como elemento positivo, el carácter estatal de la firma, así como la importancia estratégica por los servicios que proporciona a su principal cliente, la Fuerza Aérea de Chile, que le ha permitido tener una relación contractual de larga data con esa institución. En

este sentido, se estima que **ENAER** presenta un bajo riesgo operativo, dado que su funcionamiento excede criterios meramente económicos.

Por otro lado, la evaluación incorpora la alta capacidad técnica de su personal lo que le permite ser uno de los pocos proveedores a nivel mundial de algunos de los servicios ofrecidos, que se traduce en una reducida capacidad de los clientes para cambiarlo como proveedor de servicios. Asimismo, se ha considerado en forma favorable las certificaciones provistas por entes extranjeros, que permiten a la empresa la ofrecer servicios de alto estándar a sus clientes.

De esta manera, se estima que los contratos con que actualmente opera **ENAER**, principalmente orientados a la provisión de servicios de mantenimiento, corresponden a un adecuado predictor de la capacidad de generación de flujos en el mediano y largo plazo por parte de la institución.

En contraposición, pero sin afectar la clasificación de riesgo de los bonos, entre las debilidades de la compañía se tiene el alto nivel de concentración que presentan sus ingresos, provenientes, durante 2018, en más de un 88% de los servicios prestados a la FACH. Con todo, este riesgo se morigera toda vez que el Director Ejecutivo es nominado por el Comandante en Jefe de la Fach, lo que evita que los incentivos de ambas instituciones difieran en forma significativa. También, como elemento desfavorable se considera su dependencia de certificaciones provistas por entes extranjeros, y cuya pérdida podría afectar la capacidad de venta de servicios.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Garantía estatal a las obligaciones de ENAER.

Fortalezas complementarias

- Empresa del Estado de Chile.
- Importancia estratégica para la Fuerza Aérea de Chile.
- Alta capacidad técnica del personal.
- Certificaciones provistas por entes extranjeros

Fortalezas de apoyo

- Metas anuales de gestión monitoreadas por el SEP.
- Supervisión de la Contraloría General de la República.

Riesgos considerados

- Alta concentración de ingresos.
- Dependencia de certificaciones provistas por entes extranjeros.
- Estructura de bonos de tipo *bullet* con riesgo de refinanciamiento.

Hechos relevantes recientes

Resultados a diciembre de 2018

Durante 2018 la empresa generó ingresos de explotación por US\$ 50,1 millones, lo que representó una caída de 10% con respecto a igual período de 2017.

En el mismo período, el costo de explotación de la compañía ascendió a US\$ 40,6 millones, lo que significa una disminución de 10,5% respecto a 2017. Como consecuencia de la mayor caída de los costos en comparación con los ingresos, la proporción de éstos sobre los ingresos totales disminuyó marginalmente desde 81,5% en 2017, a 81,0% a fines de 2018.

Los gastos de administración y ventas alcanzaron a US\$ 5,7 millones, registrando un crecimiento de 3,5% respecto de 2017. Esto hizo que los gastos de administración pasaran de representar un 9,8% de los ingresos en 2017 a un 11,3% en 2018.

El resultado de operación de este período, definido como ganancia bruta más costos de administración, ascendió a US\$ 3,8 millones, lo que representó una caída de 20,2% con respecto al resultado operacional de diciembre de 2017. El EBITDA, en tanto, alcanzó los US\$ 7,7 millones, lo que implica una disminución de 3,3% en el período analizado. De esta manera, el resultado del ejercicio de 2019 totalizó US\$ 0,9 millones, lo que representa una mejora respecto de la pérdida de US\$ 1,25 millones registrada en 2017.

Resultados a junio 2019

Durante los primeros seis meses de 2019, los ingresos totales de la compañía ascendieron a US\$20,4 millones, lo que representa una caída de 3,4% respecto del mismo período de 2018. Los costos de venta, por su parte, aumentaron en 2%, totalizando US\$15,4 millones. El resultado operacional cayó en 24,3%, al pasar desde US\$2,9 millones en el primer semestre de 2018, a US\$2,2 millones durante el primer semestre de 2019.

En línea con lo anterior, el EBITDA mostró una contracción de 14,3% si se compara con igual período de 2018, al pasar desde US\$4,8 millones a US\$4,1 millones durante el período enero-junio de 2019.

El resultado del ejercicio de la compañía durante este período alcanzó a US\$ 0,25 millones, un 92,1% inferior al obtenido en el período enero-junio de 2018.

Definición categoría de riesgo

Categoría AAA

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

Oportunidades y fortalezas

Garantía Estatal: El Estado de Chile, en calidad de codeudor solidario, ha otorgado, con fecha 17 de octubre de 2017, su garantía a los créditos contratados por la sociedad, así como a los eventuales bonos que la sociedad emita en el marco de su proceso de refinanciamiento de pasivos. Esta garantía reduce en forma significativa los riesgos enfrentados por los tenedores de bonos, asimilándose al riesgo del Estado de Chile.

Relevancia estratégica para la FACH: **ENAER** proporciona servicios que permiten la continuación operativa de su principal cliente, la Fuerza Aérea de Chile. De esta manera, se ha consolidado entre ambas instituciones una relación contractual de larga data. En este sentido, se estima que **ENAER** presenta un bajo riesgo operativo, dado que su funcionamiento excede criterios meramente económicos.

Alta capacidad técnica del personal: La alta sofisticación técnica de los servicios prestados por la compañía requiere personal altamente calificado. Asimismo, la alta capacidad técnica de su personal le permite ser uno de los pocos proveedores a nivel mundial de algunos de los servicios ofrecidos, lo que se traduce en una reducida capacidad de los clientes para sustituirlo como proveedor de servicios.

Certificaciones otorgadas por entes extranjeros: Dada la naturaleza de los servicios provistos por **ENAER** tanto a clientes nacionales como extranjeros, los fabricantes exigen que los proveedores de servicios dispongan de las certificaciones requeridas. Aun cuando la obtención de las mismas requiere un considerable esfuerzo en términos de recursos humanos y financieros, la obtención de estas certificaciones permite disponer de una ventaja competitiva, al reducir el número de proveedores de aquellos servicios en el mundo. Entre otras, se pueden destacar las siguientes certificaciones con que cuenta **ENAER**: certificación de Lockheed para Service Center de avión Hercules, certificación de Customer Service Facility para Overhaul de

helicóptero Bell 412 y certificado como Air Agency otorgado por la Federal Aviation Administration.

Factores de riesgo

Alta concentración de ingresos: El principal cliente de **ENAER** corresponde a la Fuerza Aérea de Chile, cliente que durante 2018 representó aproximadamente un 88,1% de las ventas. No obstante, como ya se mencionó, este riesgo se morigeraría al considerar que la Dirección Ejecutiva de ENAER es nominada por el Comandante en Jefe de la FACh, lo que evitaría una divergencia entre los objetivos de ambas instituciones.

Dependencia de certificaciones otorgadas por entes extranjeros: La eventual pérdida de estas certificaciones, que, como se señaló, permiten disponer de una ventaja competitiva en la industria aeronáutica, afectaría en forma significativa la venta de servicios a los clientes.

Estructura de financiamiento tipo bullet: Los pasivos de la emisora corresponden a obligaciones financieras de tipo *bullet*, que conllevan el pago anual de intereses. Aun cuando este esquema permite disminuir el estrés de la caja, al no tener que financiar anualmente la amortización de los pasivos, expone a la emisora al riesgo de refinanciamiento. En efecto, no es descartable que, al momento del vencimiento de los pasivos, exista un menor apetito por riesgo que dificulte la obtención de los recursos requeridos. En los hechos, el emisor tiene un vencimiento de US\$28,9 millones el año 2024, con un EBITDA que en los últimos tres años ha fluctuado entre \$7,0 y US\$ 8,0 millones

Antecedentes generales

La compañía

La **Empresa Nacional Aeronáutica de Chile (ENAER)** es una entidad autónoma del Estado, fundada en 1984, pero sus inicios datan de 1920, año en que se creó la Maestranza Central de Aviación.

Su objeto social está definido en la ley N°18.297 "El objeto de la Empresa será diseñar, construir, fabricar, comercializar, vender, mantener, reparar y transformar cualquier clase de aeronaves, sus piezas o partes, repuestos y equipos aéreos o terrestres asociados a las operaciones aéreas, ya sean estos bienes de su propia fabricación, integrados o de otras industrias aeronáuticas, para la Fuerza Aérea o para terceros; efectuar estudios e investigaciones aeronáuticas o encargarlos a terceros; otorgar asesorías y proporcionar asistencia técnica".

Para los efectos señalados en el párrafo anterior, podrá establecer plantas industriales, arsenales y maestranzas, y en general, ejecutar y celebrar toda clase de actos y contratos."

Actualmente la firma opera en los segmentos de Fabricación (fabricación de partes y piezas), Servicios (mantenimiento y modernización de aeronaves militares y civiles, sus motores y componentes), Servicios de Ingeniería, Servicios de Calibración y Laboratorio.

Enaer opera en dependencias de la Base Aérea "El Bosque" donde efectúa trabajos de mantenimiento y modernización de aeronaves militares, disponiendo de ingenieros, técnicos y especialistas (en lo referente a profesionales), certificaciones y habilitaciones (en cuanto calificaciones) y talleres de apoyo; para la operación de trabajos de mantenimiento mayor o recuperativo. Este tipo de servicios requiere de instalaciones especializadas, que incluyen equipos de alta complejidad y de un alto costo, gran flujo de repuestos y especialistas altamente calificados. Específicamente se atienden aviones de transporte militar, aviones de combate, helicópteros y aviones de instrucción.

Los contratos vigentes a 2019 se presentan en la Tabla 1

Tabla 1 Contratos Vigentes ENAER		
Institución	Servicio	Monto anual (US\$)
FACCh	A-36 Renovación	1.701.431
	MLU	1.846.067
	Estructural	418.930
	Pillán Renovación	2.207.325
	Boeing	1.201.853
	C KC-130	1.581.385
	Pintura	2.155.000
	ENM 6	21.235.627
	Contratos Variables	22.903.571
Ejército	Anticipo de contrato	2.498.466
Otros	LATAM – Módulos	1.797.257
TOTAL		59.916.125

Líneas de negocios

Servicios de mantenimiento

Comprende el servicio de mantenimiento de motores (entre otros, reparación de componentes del motor del avión F-16 y del *overhaul* de motores twin pac del helicóptero Bell 412); de sistemas y equipos (entre otros, mantenimiento de componentes del F-16); de mantenimiento de aviones (entre otros, inspecciones del avión Hércules, cambio de piel del ala de aviones F-5, checks de aviones Boeing 707 y 737 de la FACH, y a partir de septiembre de 2018 está capacitada para realizar servicios de inspecciones a la familia Airbus 320).

Servicios de análisis de laboratorios

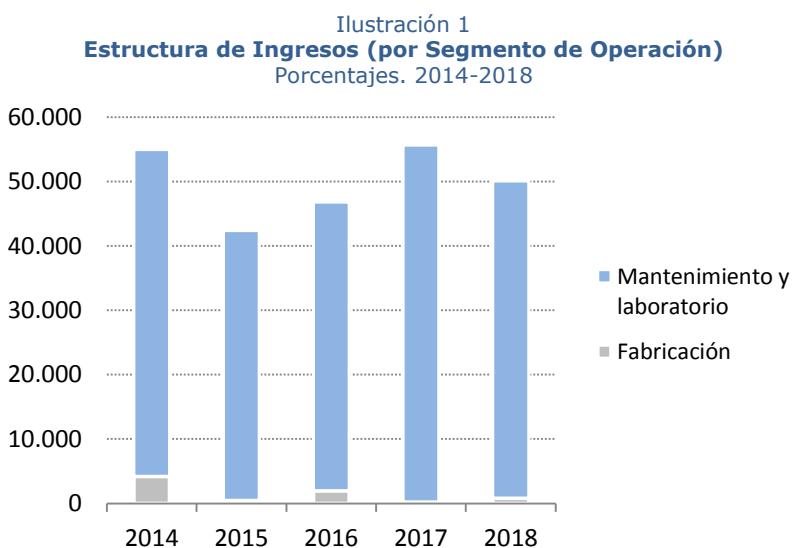
La Empresa cuenta con diversos laboratorios de Química, Física y Metrología. Con estas capacidades, la Empresa presta servicios de análisis de combustibles, lubricantes y pinturas, peso y balance, torque, tracción, metrología en longitud, temperatura y presión).

Fabricación

Actualmente este segmento presenta un nivel de actividad reducida, en comparación con períodos anteriores, en que se fabricaba una cantidad significativa de conjuntos estructurales para los aviones Embraer 135 y Embraer 145, correspondientes al plano vertical y horizontal del empenaje de esos aviones, y el conjunto Colón del avión CASA 235 y CASA 295 de Airbus Military.

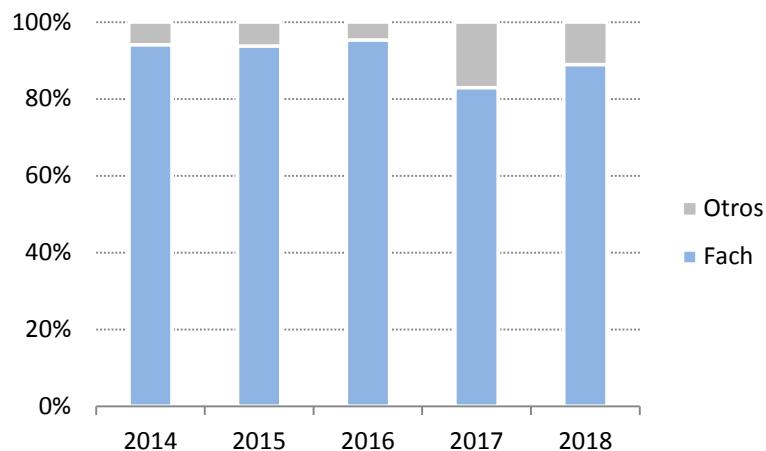
Distribución de ingresos

Durante 2018 un 96,9% de sus ingresos provinieron de los servicios de mantenimiento y laboratorio, en tanto que un 1,6% provino de actividades de fabricación. La preponderancia del mantenimiento y laboratorio dentro de la generación de ingresos durante el período 2014-2018 puede apreciarse en la Ilustración 1.



Entre 2014 y 2018 la provisión de servicios de mantenimiento se ha realizado principalmente a la FACh como se aprecia en la Ilustración 2.

Ilustración 2
Estructura de Ingresos de Servicios de Mantenimiento.
 Porcentajes. 2014-2018



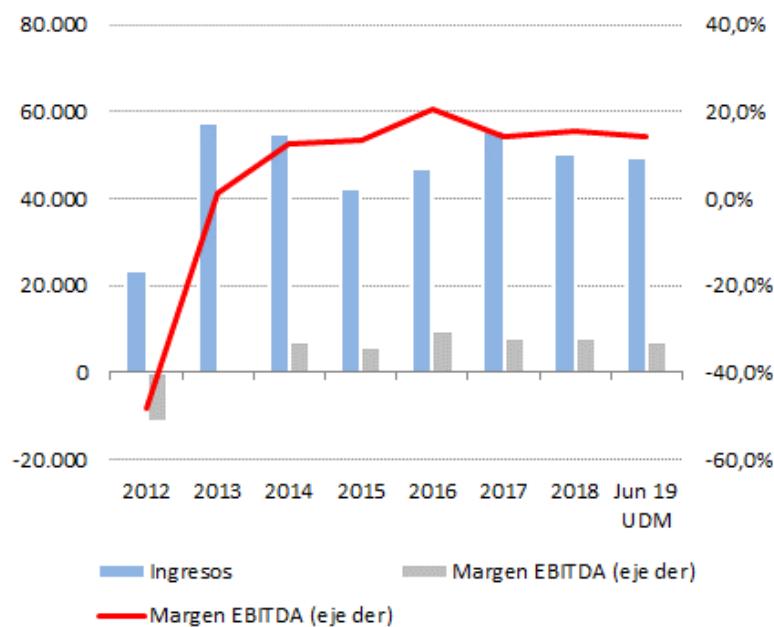
Análisis financiero

A continuación se presenta un análisis de la evolución financiera de **Enaer** abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2012 y el año móvil finalizado en junio de 2019.

Ingresos, resultados de explotación y EBITDA

En 2012 los ingresos totalizaron US\$ 23,3 millones. No obstante, el margen EBITDA resultó ser negativo, en torno a -48%. Posteriormente, la compañía mostró un incremento en sus niveles de ventas, los que se han situado en torno a los US\$50 millones anuales, en tanto que el margen EBITDA presentó un aumento, registrando valores en torno al 15% a partir de 2014 (ver Ilustración 3).

Ilustración 3
Evolución de los Ingresos y EBITDA
(US\$ Miles y porcentaje. 2012-Junio 2019 UDM)



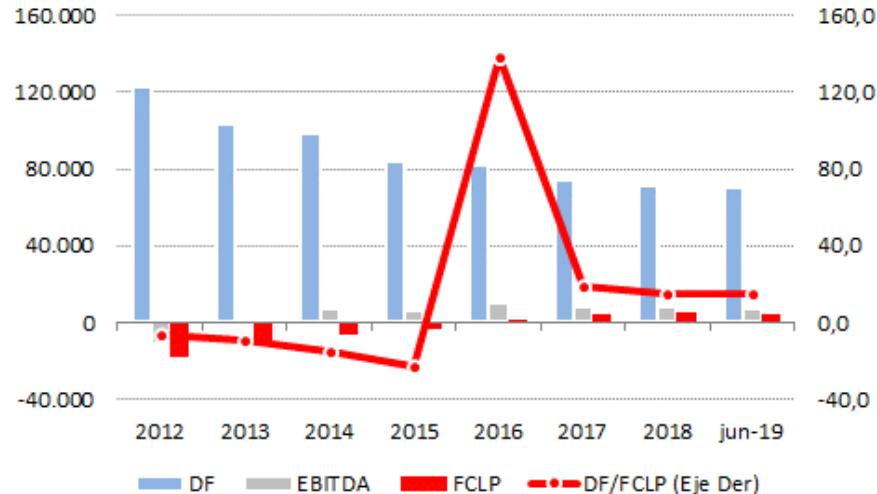
Endeudamiento y liquidez

La Ilustración 4 muestra la deuda financiera de **ENAER** en comparación con el EBITDA y el Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)², que recoge la capacidad de generación de flujos de la compañía en el mediano plazo y no incorpora las fluctuaciones anuales no recurrentes del EBITDA. Se aprecia que desde 2016 el endeudamiento relativo, medido por el indicador Deuda Financiera a Flujo de Caja de Largo Plazo, ha mostrado una tendencia decreciente, situándose en junio de 2019 un valor de 15,4 veces.

²

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.

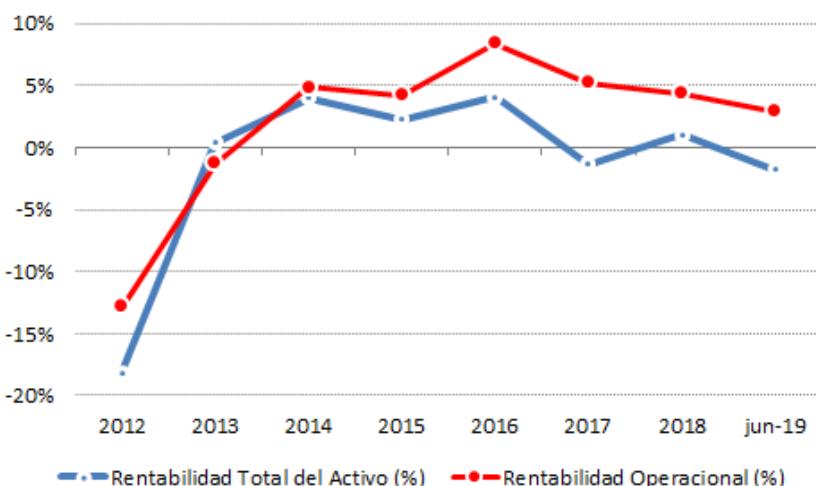
Ilustración 4
Deuda Financiera, EBITDA y Flujo de Caja de Largo Plazo
DF/FCLP
(US\$ Miles y número de veces. 2012-Junio 2019 UDM)



Rentabilidad

La rentabilidad de los activos y operacional se muestran en la Ilustración 5. Se aprecia que, luego de 2013, pero con una tendencia decreciente. A junio de 2019 estos indicadores se sitúan en valores de -1,8% para la rentabilidad total del activo y de 2,9% para la rentabilidad operacional.

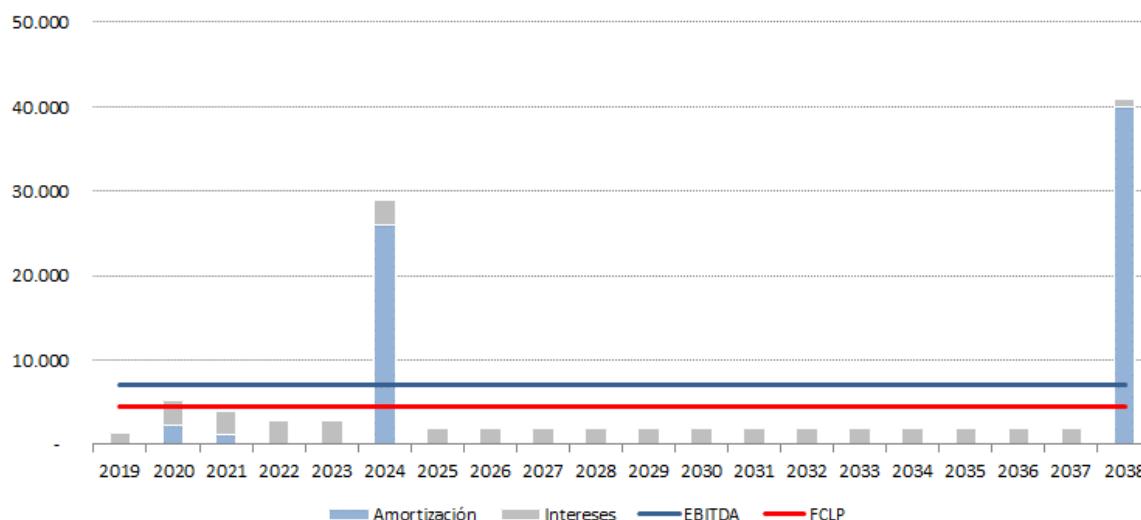
Ilustración 5
Evolución de la Rentabilidad
(Porcentaje. 2012-Junio 2019 UDM)



Calendario de vencimientos

La Ilustración 6 muestra el calendario de vencimientos de la deuda de **Enaer**, en comparación con su capacidad de generación de flujos anuales.

Ilustración 6
Perfil de Vencimientos de la Deuda Financiera
(US\$ Miles. 2019-2038)



Antecedentes de los instrumentos

La compañía colocó en junio de 2018 el bono serie A (con cargo a la línea de bonos N° 894) por US\$ 40.000.000 para el refinamiento de pasivos del emisor.

Serie	Monto nominal (US\$)	Tasa de interés de carátula	Fecha de vencimiento
A	40.000.000	4,75%	30-jun-2038

Covenants

La serie A no tiene resguardos financieros.

"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 Comisión para el Mercado Financiero y en aquélla que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."