



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Clasificación de un nuevo
Instrumento**



Analistas

Ignacio Quiroz L.

Carlos García B.

Tel. (56) 22433 5200

ignacio.quiroz@humphreys.cl

carlos.garcia@humphreys.cl

**Grupo Empresas Navieras
S.A.**

Octubre 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	A-
Tendencia	Estable
EEFF base	30 de junio de 2019

Características de la línea de bonos en proceso de inscripción	
Plazo	30 años
Monto máximo	UF 5.500.000
Moneda de emisión	Pesos, UF o dólares.
Representante de tenedores de bonos	Banco Santander
Uso de fondos	Refinanciamiento de pasivos existentes, financiamiento o refinanciamiento para la adquisición de acciones en las sociedades filiales Agencias Universales S.A. y Compañía Marítima Chilena S.A., fines corporativos propios y financiamiento a filiales de la sociedad.
Covenants financieros	<ul style="list-style-type: none"> a) Caja mínima consolidada (Efectivo y equivalente al efectivo de los estados financieros consolidados): Igual o superior a US\$ 20 millones. b) Patrimonio mínimo: Igual o superior a US\$ 150.000.000 c) Nivel de endeudamiento: Deuda financiera neta individual menor o igual 0,725 veces su patrimonio individual.
Garantías	No contempla.

Balance General Consolidado IFRS						
M US\$	2014	2015	2016	2017	2018	Jun-19
Activos corrientes	354.152	218.167	197.595	222.407	229.603	205.458
Activos no corrientes	632.998	897.255	966.759	991.245	974.446	985.099
Total activos	987.150	1.115.422	1.164.354	1.213.652	1.204.049	1.190.557
Pasivos corrientes	317.524	217.537	193.352	218.658	223.945	234.564
Pasivos no corrientes	302.929	447.310	506.431	533.833	495.577	460.748
Pasivos totales	620.453	664.847	699.783	752.491	719.522	695.312
Patrimonio total	366.697	450.575	464.571	461.161	484.527	495.245
Patrimonio y pasivos, total	987.150	1.115.422	1.164.354	1.213.652	1.204.049	1.190.557
Deuda financiera	356.758	531.879	555.442	603.076	562.543	544.927

Estado de Resultados Consolidado IFRS						
M US\$	2014	2015	2016	2017	2018	Ene-Jun 2019
Ingresos de actividades ordinarias	680.751	521.181	456.132	603.664	637.250	325.915
Costo de ventas	-561.674	-409.491	-341.320	-465.542	-494.779	-251.668
Ganancia bruta	119.077	111.690	114.812	138.122	142.471	74.247
Gastos de administración	-75.162	-65.511	-57.738	-59.604	-58.020	-28.670
Resultado operacional	53.852	47.693	54.564	79.351	76.151	52.927
Costos financieros	-17.996	-22.395	-24.944	-26.717	-31.917	-15.150
Utilidad del ejercicio	17.242	151.220	33.588	45.934	49.955	28.977

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 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 Antofagasta Terminal Internacional S.A. e indirectamente (a través de Agunsa) en las concesiones de los aeropuertos de Arica, Calama, La Serena, Puerto Montt 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 MS "CMC Arauco" GmbH & Co. KG y MS "CMC Angol" GmbH & Co. KG, cada una de ellas propietaria de una nave 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).

En junio de 2019, **GEN** presentó ingresos consolidados, en términos anualizados, por US\$ 638 millones y un EBITDA de US\$ 134 millones. A la misma fecha, la deuda financiera consolidada alcanzaba los US\$ 545

millones, con un patrimonio total de US\$ 495 millones. De acuerdo con estas cifras, la relación deuda financiera sobre EBITDA alcanza 4,1 veces. Asimismo, la relación deuda financiera sobre FCLP llega a 5,9 veces a junio de 2019.

Cabe señalar que el objeto de este informe es la inscripción, por parte de **GEN**, de una línea de bonos a 30 años por un monto máximo de colocación de UF 5,5 millones. El uso de los fondos será el refinamiento de pasivos existentes, financiamiento o refinamiento para la adquisición de acciones en las sociedades filiales Agencias Universales S.A. y Compañía Marítima Chilena S.A., fines corporativos propios y financiamiento a filiales de la sociedad. Asumiendo que el total de la línea implice un aumento de la deuda financiera, la relación entre pasivo exigible y patrimonio pasaría, *ceteris paribus*, desde 1,4 veces a 1,8 veces. Con todo, se reconoce que la nueva inscripción considera un *covenant* de endeudamiento financiero, que limita la exposición del patrimonio de la compañía. A su vez, se tiene en cuenta que, de acuerdo a lo informado por la empresa, el principal objeto de esta inscripción es el refinamiento de pasivos, por lo que se espera que los indicadores de endeudamiento no experimenten cambios relevantes.

La clasificación de riesgo asignada a la línea de bonos 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.

A su vez, se considera la 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.

En forma complementaria, se incorpora positivamente la participación del grupo, a través de este 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, por medio de la recepción de dividendos.

Asimismo, se reconoce que Agunsa mantiene una alta desconcentración de ingresos por clientes y por rubros.

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, aun cuando este riesgo se reduce por el incremento en la propiedad de **GEN** en 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 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, 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.

Respecto de CMC, sus riesgos provienen del negocio de fletamiento, donde, si bien las tarifas de arriendo están fijadas por contrato, es necesario seguir con atención la solvencia de los arrendatarios, en este caso Enap y Maersk; 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.

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

- Sinergia 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 actual modelo de negocios).
- Dependencia a pago de dividendos de filiales (bajo probabilidad de manifestarse y moderado por el incremento de participación de **GEN** en la propiedad de sus filiales).
- 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).
- Incumplimiento de arrendatarios de CMC.

Hechos recientes

Resultados a 2018

Al 31 de diciembre de 2018, **GEN** generó ingresos consolidados por US\$ 637 millones y un EBITDA por US\$ 131 millones. Los ingresos aumentaron un 5,6% respecto del mismo período de 2017, explicado principalmente por el aumento de los segmentos de concesiones (2,8%) y logística (2,1%). Por su parte, los costos de venta presentaron un incremento de 6,3% en el período 2018, que al igual que los ingresos, están explicados en su mayoría por el crecimiento en los rubros de logística (3,7%) y concesiones (2,2%).

Por su parte, el resultado de actividades de explotación alcanzó los US\$ 76 millones, lo que significa una disminución de 4,0% respecto al período anterior. Con todo, el resultado de **GEN** durante 2018 correspondió a una utilidad por US\$ 50 millones, lo que se compara positivamente respecto al registrado en 2017 (US\$ 46 millones).

Enero a junio de 2019

Durante el primer semestre de 2019, **GEN** obtuvo ingresos por US\$ 326 millones y un EBITDA por US\$ 74 millones. El primero de estos indicadores presenta un crecimiento de 0,3% respecto del mismo período de 2018, explicado, principalmente, por incrementos en el segmento de logística (1,8%), a raíz de mayores operaciones de almacenaje, distribución y transporte. El EBITDA consolidado de **GEN** aumentó en 8,9% con respecto al mismo período del año anterior, por mayores ganancias brutas consolidadas y la venta de su participación en Terminal Puerto Arica S.A.

Durante el mismo período, la compañía obtuvo un resultado operacional de US\$ 53 millones, mientras que en la misma fase de 2018 este resultado era de US\$ 41 millones. De acuerdo con lo anterior, el resultado de los primeros seis meses de 2019 correspondió a una utilidad por US\$ 29 millones (US\$ 26 millones entre enero y junio de 2018).

Definición categoría de riesgo

Categoría A

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

(-) Corresponde a los títulos de deuda con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

Tendencia Estable

Corresponde a aquellos instrumentos que presentan una alta probabilidad de que su clasificación no presente variaciones a futuro.

Para mayor información de la compañía, ver Informe de Clasificación de Riesgo Anual en www.humphreys.cl en la sección Corporaciones – Bonos.

"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."