

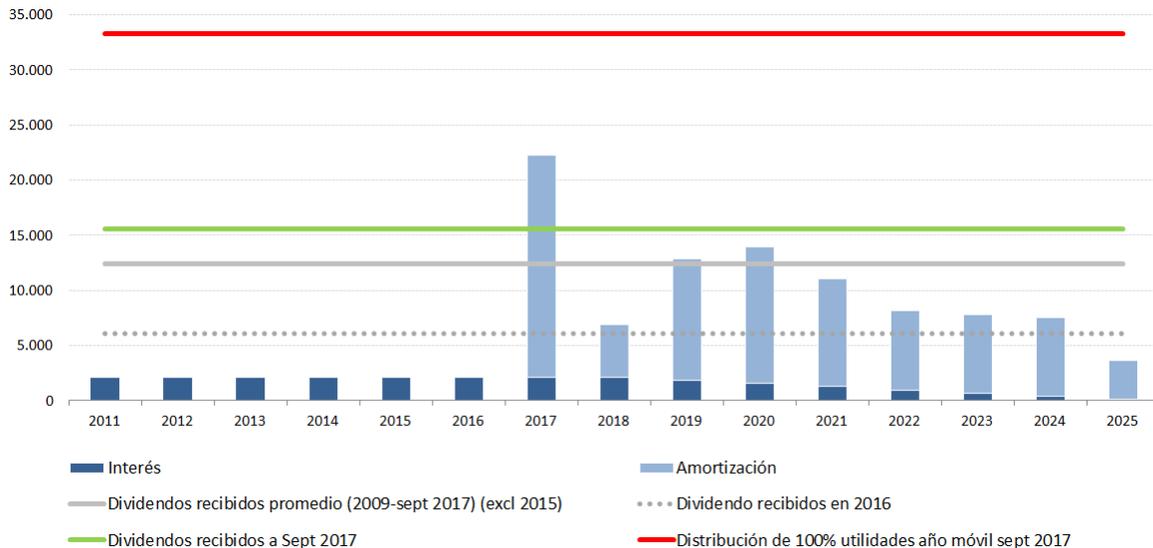
Los títulos accionarios fueron clasificados en “Primera Clase Nivel 3”

Humphreys mantiene clasificación de los bonos de Grupo Empresas Navieras en “Categoría BBB+”

Santiago, 01 de febrero de 2018. **Humphreys** mantuvo en “Categoría BBB+” la clasificación de los bonos emitidos por **Grupo Empresas Navieras S.A. (GEN)** y la tendencia en “Estable”.

La clasificación de riesgo asignada a la emisión de los títulos de deuda, con cargo a la línea de bonos de la compañía, se sustenta en la experiencia del grupo en el giro propio de sus inversiones-filiales y su focalización en negocios asociados con el transporte y la logística. También se reconoce que **GEN** sea la controladora de sus principales inversiones, Agunsa y Froward (debido al reducido historial que impide estimar con certeza sus utilidades, se excluye a CMC de este análisis). Esto último, le permite determinar su política de dividendos y con ello los flujos que recibe por este concepto, pudiendo adaptarse a las necesidades del momento, en particular para el pago de sus propios compromisos financieros.

Ilustración 1
Perfil de vencimientos de GEN y reparto de dividendos de las filiales
(Miles de dólares)



Adicionalmente, se ha incorporado como un factor positivo el elevado valor de las inversiones productivas de **GEN** en relación con el nivel de su deuda financiera individual. Sólo las acciones de la filial Agunsa presentan una valorización, según el precio en bolsa promedio de los últimos doce meses de US\$ 203 millones.

Así, el precio bursátil de Agunsa ponderando por el porcentaje de la propiedad controlada por GEN alcanza a US\$ 164 millones. Esta cifra corresponde a 2,0 veces la deuda financiera individual del emisor. Cabe señalar, que esta clasificadora está permanente monitoreando esta

fortaleza, puesto que el valor de las acciones registran fluctuaciones. Incluso, entre diciembre de 2016 y diciembre de 2017, este título accionario exhibió un aumento superior a 70%.

Otro atributo que apoya la clasificación de la línea de bonos corresponde al posicionamiento y solvencia de Agunsa, empresa cuyos ingresos y generación de utilidades han mostrado una elevada estabilidad, situación que le ha permitido a **GEN** contar, a lo largo del tiempo, con un flujo de dividendos con bajo riesgo relativo y un monto suficiente en relación con el pago anual de los bonos. Sin embargo, durante 2016 –producto de la venta del negocio de portacontenedores por parte de CCNI en marzo de 2015, y a la consecuente pérdida de contratos de prestación de servicios con esta empresa– los ingresos y las utilidades de esta filial exhibieron una disminución respecto de resultados del pasado. Con todo, en solo los primeros nueve meses del presente año el EBITDA de Agunsa ha sido superior al registrado previamente por la compañía en el período 2009-2013.

En forma complementaria, también se incorpora positivamente la participación del grupo, a través propio y de Agunsa, en diversas concesiones de infraestructura de transporte, como son aeropuertos y puertos marítimos, situación que ayuda a la diversificación de ingresos de la compañía a través de la recepción de dividendos. Del mismo modo, si bien se reconoce que **GEN** no es controladora de los puertos de Arica y Antofagasta, sí se considera positivamente su presencia en dichas inversiones, por cuanto constituyen una fuente adicional de flujos de caja, a través de la recepción de dividendos. Con todo, el puerto de Arica ha sido reclasificado como disponible para la venta, y los flujos procedentes de su eventual enajenación permitiría a la compañía reducir sus niveles de endeudamiento.

Adicionalmente, beneficia la clasificación asignada el potencial de mayor desarrollo del comercio internacional y el efecto positivo que esto tendría en la generación de ingresos del emisor.

Desde otra perspectiva, 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.

La clasificación 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 Agunsa, Cabo Froward y CMC.

En particular, 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. Con todo, esta compañía se encuentra desarrollando nuevos negocios que le han permitido recuperar su capacidad de generación de flujos.

Los riesgos enfrentados por Froward se refieren, principalmente, a la concentración de ingresos por clientes y por rubros.

Los riesgos para CMC radican en la variabilidad de los precios de los fletes navieros para el segmento de negocio de transporte de autos, mientras que para el negocio de fletamento, si bien las tarifas de arriendo están fijadas por contrato, lo cierto es que el riesgo radica en la solvencia de los arrendatarios, en este caso Enap (clasificado en Baa3 en escala global) y Maersk (clasificado Baa a escala global), que adquirió Hamburg Süd, y corresponde a la principal compañía naviera del mundo en términos de participación de mercado, según Alphaliner); 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.

La modificación en el *rating* asignado a los títulos accionarios, desde "*Primera Clase Nivel 4*" a "*Primera Clase Nivel 3*", se debe a que siendo instrumentos con una presencia bursátil ajustada inferior a 20%, cuentan con un *market maker*.

Entre enero y septiembre de 2017, **GEN** generó ingresos consolidados por US\$ 434 millones y un EBITDA de US\$ 95,1 millones. Los ingresos aumentaron un 29,9%, respecto del mismo período de 2016, principalmente por alzas en los segmentos de agenciamiento (109%) y concesiones (59%), y una caída de 6,5% en el segmento armador.

Por su parte, el EBITDA de la compañía, en términos consolidados, fue de US\$ 95,1 millones, lo que representa un incremento de 34,7%, respecto del mismo período de 2016. Este crecimiento obedece a mayores ganancias brutas en los diversos segmentos.

Así, los segmentos con mayor contribución a los ingresos de **GEN** están compuestos en 33% por el negocio de logística (38,8% a septiembre de 2016), 30,9% por el negocio de Agenciamiento (19,2% a septiembre de 2016), 17,0% por el negocio armador (23,6% a septiembre de 2016), 11,3% por el negocio de concesiones (9,3% a septiembre de 2016) y 7,6% por el negocio de operación de puertos marítimo (que representaba un 9,1% de los ingresos de GEN a septiembre de 2016).

A la misma fecha, la deuda financiera consolidada alcanzaba los US\$ 611 millones (de los cuales US\$ 83,2 millones corresponden a las obligaciones financieras por parte de **GEN**), con un patrimonio total de US\$ 451,5 millones.

En los nueve primeros meses de 2017, sus principales filiales, CMC, Agunsa y Cabo Froward, tuvieron ingresos por US\$ 54,1 millones, US\$ 326,7 millones y US\$ 33,2 millones, respectivamente. La deuda financiera consolidada a septiembre de 2017 asciende a US\$ 610,7 millones, y corresponde en 33,6% a CMC, 30,6% a obligaciones de Agunsa, 8,6% a Arauco Navigation, 8,2% a Angol Navigation, 2,6% a Cabo Froward, 2,6% a TTP y 13,8% a la deuda financiera de la matriz.

Según datos del emisor, en el período 2012-2016 **GEN** ha percibido, en promedio, por concepto de dividendos de filiales, US\$ 17,2 millones anuales, de los cuales cerca del 67 % provino de Agunsa.

Resumen instrumentos clasificados:

Tipo de Instrumento	Nemotécnico	Clasificación
Acciones	NAVIERA	Primera Clase Nivel 3
Línea de bonos		BBB+
Bonos	BNAVI-A	BBB+

Contacto en **Humphreys**:

Carlos García B.

Teléfono: 56 - 22433 5200

E-mail: carlos.garcia@humphreys.cl



<http://twitter.com/HumphreysChile>

[Clasificadora de Riesgo Humphreys](#)

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

Fono (56) 22433 5200 / Fax (56) 22433 5201

<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".