

Dado el plan de inversiones del grupo, con un elevado apalancamiento financiero

Humphreys mantiene clasificación de los bonos de Grupo Empresas Navieras, asignándole tendencia "Desfavorable"

Santiago, 4 de febrero de 2014. **Humphreys** mantuvo en "Categoría BBB+" la clasificación de los bonos emitidos por **Grupo de Empresas Navieras S.A. (GEN)**, pero modificó su tendencia a "Desfavorable".

La modificación en la tendencia de la clasificación de los títulos de deuda se explica por las inversiones que está llevando a cabo **GEN** y su filial CCNI que, de no responder a sus expectativas, podrían implicar una presión a los flujos del emisor.

En el caso de **GEN**, la compañía ha constituido dos filiales –Angol Navigation y Arauco Navigation-, manteniendo el 75% de la propiedad de cada una, con el objeto de comprar dos barcos que significarán una inversión total de US\$ 164 millones, de los cuales el 81%, US\$ 133 millones, serán financiado vía crédito tomado por dichas filiales. Estas embarcaciones serían arrendadas a empresas del sector naviero, ya sea a terceros o a sociedades relacionadas. Entendiendo que es una operación que, a juicio del emisor, pretende aprovechar oportunidades de mercado, se trata de un tipo de negocio que no responde a la orientación tradicional de las actividades de la sociedad emisora, alterando su *mix* de inversiones. Además, dadas las características del proyecto, las filiales mantendrán una estructura de financiamiento equivalente a una relación deuda sobre patrimonio de 4,3 veces, superior al 1,5 veces que presenta **GEN** en términos consolidados (septiembre de 2013). Asimismo, el análisis incorpora que los nuevos pasivos financieros, al margen que el emisor tenga una participación del 75%, representan el 51% de su deuda financiera consolidada a septiembre de 2013.

Sin desconocer que la sociedad se ha asociado con un operador con conocimiento en el mercado de construcción y arriendo de barcos, ello no exime de riesgos al proyecto y, por lo tanto, cambios en las condiciones en que éste ha sido concebido (por ejemplo, decaimiento del sector naviero o atraso en la entrega de las embarcaciones) podría conllevar a la necesidad que la filiales requirieran del apoyo de su matriz. También se debe tener en consideración que el arriendo de naves está más correlacionado con el negocio de la filial CCNI que con el de la filial Agunsa, siendo esta última empresa (y, en menor medida Cabo Froward) la que aporta flujos estables y predecibles que sirven de soporte a **GEN** para apoyar los ciclos negativos del negocio naviero. En este sentido, la nueva inversión implica que el emisor, en términos relativos, aumenta su exposición a flujos más volátiles en perjuicio de aquellos más constantes en el tiempo; y si bien, el arriendo de naves implica el cobro de cánones fijos, se tiene como contraparte entidades que participan de un mercado altamente volátil y que por ello, por lo general, presentan reducidas clasificaciones de riesgo, motivo por el cual dichos flujos, en términos de estabilidad, no pueden ser comparados con los que generan filiales como Agunsa.

Por su parte la filial CCNI también ha constituido dos filiales, Andes Navigation y Atacama Navigation, participando del 55,3% de la propiedad de cada una de ellas. Estas sociedades adquirirán dos embarcaciones que tienen asociada una inversión de US\$ 164 millones y una deuda de US\$ 140 millones. Al margen que las obligaciones serán de las filiales, éstas no pueden desasociarse de CCNI y, por ende de **GEN**; de tal forma los riesgos propios de esta inversión no son ajenos al emisor, lo cual, ante escenarios adversos en el mercado naviero, introduce la alternativa de tener que entregar un mayor apoyo financiero a CCNI, no obstante que sus ingresos estables (dividendos de Agunsa y Cabo Froward, básicamente) permanecen relativamente estables. Cabe destacar que estas inversiones se abordan con una relación de

pasivos sobre patrimonio de 5,8 veces y CCNI mantiene una relación de 1,45 veces con una deuda financiera consolidada de US\$ 29 millones.

En contraposición, se reconoce que la adquisición de las naves, dados sus costos de operación, contribuirán a una mayor eficiencia de CCNI y que, en su defecto, son susceptibles de ser arrendadas a terceros o enajenadas en el mercado secundario; no obstante de estar siempre expuesta a la volatilidad del mercado naviero.

La tendencia de la clasificación se mantendrá en *Desfavorable* hasta que pueda constatarse en los hechos la relación deuda financiera respecto a la generación de flujos de largo plazo que alcanza el emisor, una vez operativa las inversiones. Un deterioro del indicador conllevaría a una baja en la categoría de riesgo asignada. También la clasificación podría verse afectada por situaciones negativas en el proceso de inversión (sobre costos o sobre plazos).

La clasificación de riesgo asignada a los bonos de **GEN** 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. (Agunsa, servicios portuarios, agenciamiento marítimo y administración de aeropuertos) y Portuaria Cabo Foward (Foward, puertos). Esto le permite establecer la política de dividendos de las mismas y con ello los flujos que recibe por este concepto. Entre 2006 y 2013 las filiales y coligadas de **GEN** pagaron anualmente dividendos a su matriz por cerca de US\$ 9,7 millones promedio. La clasificación reconoce, asimismo, el posicionamiento y solvencia de la filial Agunsa, empresa cuya generación de utilidades y EBITDA ha sido recurrentemente positiva, fluctuando entre US\$ 16,8 millones y US\$ 35,5 millones en el primer ítem (últimos cuatro años), y entre US\$ 31,6 millones y US\$ 48,1 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 **GEN** 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, considerando la utilidad del año móvil a septiembre de 2013 de Agunsa y Foward, se necesitaría un 30% de reparto de dividendos 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 **GEN** el que Agunsa, CCNI y Foward 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\$ 44 millones en promedio los últimos cuatro años (incluso en períodos de mercados fuertemente contractivos) para un valor total de los bonos emitidos por **GEN** de US\$ 55,27 millones al 30 de septiembre de 2013.

En forma complementaria, también se reconoce la participación del grupo, a través de vía directa y 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 **GEN** 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 **GEN** 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 obtuvo una pérdida de US\$ 79 millones, mientras que a septiembre de 2013 llegó a una merma en su resultado final de US\$ 7,1 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. 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 2013, **GEN** generó ingresos consolidados por US\$ 1.032 millones (disminución de 7,2% respecto de igual lapso de 2012), utilidades por US\$ 28,3 millones y un EBITDA de US\$ 40,6 millones. Mientras, la deuda financiera de la sociedad alcanzaba los US\$ 260,4 millones (de los cuales, US\$ 55,27 millones corresponden a bonos). Por su parte, en igual período, CCNI, Agunsa y Cabo Froward, tuvieron ingresos por US\$ 621,3 millones, US\$ 404,8 millones y US\$ 24,3 millones, respectivamente; en tanto la generación de EBITDA alcanzó a - US\$ 800 mil, US\$ 37,6 millones y US\$ 9,3 millones, en el mismo orden. **GEN**, además de ser la sociedad matriz de CCNI, Agunsa, Cabo Froward S. A. y Portuaria Mar Austral S. A., 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 (99,7%).

Contacto en **Humphreys**:

Elisa Villalobos

Teléfono: 562 - 433 5200

E-mail: elisa.villalobos@humphreys.cl



<http://twitter.com/HumphreysChile>

Clasificadora de Riesgo Humphreys

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

Fono (562) 2433 5200– Fax (562) 2433 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".#