

La empresa se encuentra en proceso de enajenación del servicio de transporte de contenedores de su filial CCNI

Humphreys mantiene clasificación de los bonos de Grupo Empresas Navieras, con tendencia "En Observación"

Santiago, 5 de febrero de 2015. **Humphreys** mantuvo en "Categoría BBB+" la clasificación de los bonos emitidos por **Grupo de Empresas Navieras S.A. (GEN)**, manteniendo su tendencia "En Observación".

Cabe señalar que el contexto de esta clasificación está marcado por el proceso de venta, a la compañía alemana Hamburg Sud, de los servicios de transporte de contenedores de la filial de **GEN**, Compañía Chilena de Navegación Interoceánica (CCNI).

Los ingresos generados por esta área de negocios en CCNI, representan cerca del 90% de los ingresos totales de esta compañía. Por otra parte, la consecuencia directa de concretarse esta operación es que CCNI deberá poner término al contrato de agenciamiento con su relacionada, Agunsa. De esta forma, se estima que los ingresos de Agunsa caerían alrededor de un 24%¹ por el término de este contrato. En contraposición, la venta de la línea de negocio de contenedores permite al grupo desprenderse de una unidad que en el pasado ha generado pérdidas importantes y focalizarse en el transporte de vehículos, rubro que ha exhibido un mejor desempeño, pero que a futuro podría verse debilitado si resultasen ciertas las acusaciones de colusión que recaen sobre CCNI².

Por lo anterior, la perspectiva de la clasificación se mantiene "En Observación", de modo de poder cuantificar el real efecto en los flujos de Agunsa por la pérdida del contrato de agenciamiento con CCNI. Esta operación generaría un impacto en los flujos del primero, y por ende, en los dividendos recibidos por **GEN**. Junto con ello, de poder determinar con mayor certeza la situación final del balance de **GEN** tras la venta del servicio de transporte de contenedores de CCNI, en particular su nivel de deuda financiera en relación con su capacidad de generación de flujos.

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 en la sinergia que tal *mix* de empresas origina, al abarcar el rango completo de servicios de transporte marítimo y relacionado. También se reconoce el que **GEN** sea la controladora de sus principales inversiones, Agunsa y Froward (CCNI se deja afuera de este análisis producto de las pérdidas históricas que ha registrado, además por el proceso de venta de los servicios de transporte de contenedores), 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.

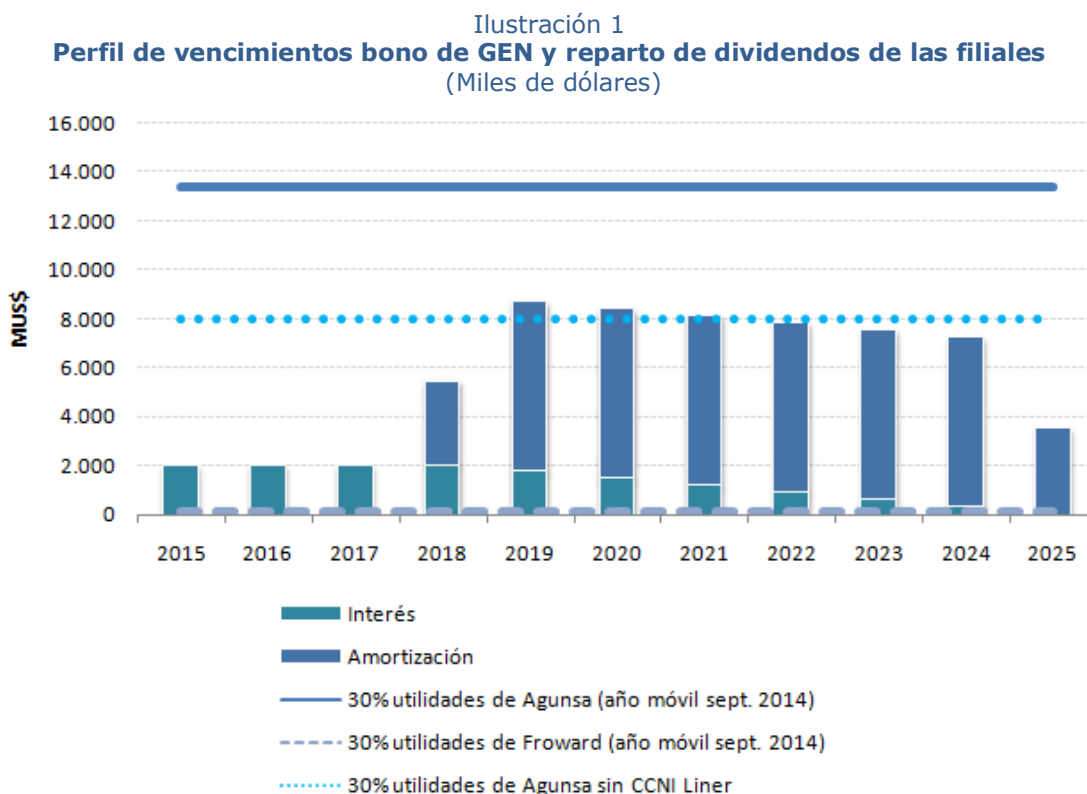
Adicionalmente, se ha incorporado como un factor positivo el elevado valor de las inversiones productivas de **GEN** en relación al nivel de su deuda financiera individual. Sólo las acciones de la filial Agunsa presentan una valorización, según el precio en bolsa promedio de los últimos 12

¹ Esta estimación se obtiene del Informe del Evaluador Independiente Alejandro García-Huidobro, publicado en la página web de Agunsa.

² La Fiscalía Nacional Económica (FNE) acusó ante el Tribunal de Defensa de la Libre Competencia (TDLC) a una serie de navieras, entre ellas CCNI, de haberse coludido en la contratación de transporte marítimo de automóviles de distintas marcas desde el año 2000. De acuerdo a lo comunicado por la empresa, CCNI no habría incurrido en las prácticas que la FNE le imputa.

meses, de US\$ 264,8 millones³. Así, el precio bursátil de Agunsa ponderando por la propiedad de GEN en ella es de US\$ 184,9 millones. Esta cifra corresponde a 3,8 veces la deuda financiera individual del emisor. Cabe señalar que esta fortaleza está supeditada a que el precio de las acciones de Agunsa no presente fuertes fluctuaciones que menoscaben su valor.

Otro atributo de relevancia que apoya la clasificación de la línea de bonos corresponde al posicionamiento y solvencia de Agunsa, empresa cuyos ingresos y generación de utilidades tienen una elevada estabilidad, situación que le permite a **GEN** contar con un flujo de dividendos de relativamente bajo riesgo a lo largo del tiempo; además, de suficientes medidos en relación con el pago anual de los bonos, tal como se muestra en la Ilustración 1. Si la compañía no es capaz de compensar la pérdida de flujos de Agunsa, producto del término del contrato con CCNI, a través de nuevos negocios de sus filiales o de esta misma, podría no tener las holguras necesarias para hacer frente al pago en los años 2019, 2020 y 2021. Sin embargo, en los años anteriores a estos vencimientos existen importantes holguras que pueden ser administradas para hacer frente a estos pagos.



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, Iquique 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.

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

³ Mientras que la valorización de Agunsa según el precio en bolsa al 8/01/2015 es de US\$ 256,9 millones. De esta forma, el valor bursátil de Agunsa ponderado por la propiedad de GEN es de US\$ 179,4 millones. Esta última cifra corresponde a 3,7 veces la deuda financiera individual de GEN.

ciertos períodos por temas meramente contables, así como la presión que conllevan las eventuales necesidades de aumento de capital de las empresas que controla.

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 y Cabo Froward.

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, así como la elevada concentración de los ingresos en alguno de sus clientes. Además, se considera como factor de riesgo la caducidad de las concesiones.

Entre enero y septiembre de 2014, **GEN** generó ingresos consolidados por US\$ 1.062 millones y un EBITDA de US\$ 62,6 millones. Los ingresos crecieron un 2,9%, respecto al mismo periodo de 2013, principalmente por el efecto de la consolidación de los ingresos de la subsidiaria indirecta SCL Terminal Aéreo Santiago S.A. Sociedad Concesionaria. Lo anterior, se debe a la compra de acciones realizada por Agunsa, alcanzando una participación de un 51,79% en la propiedad de la concesión.

A la misma fecha la deuda financiera consolidada alcanzaba los US\$ 386,5 millones (de los cuales US\$ 48,7 millones corresponden a las obligaciones con el público por parte de **GEN**), con un patrimonio total de US\$ 364,6 millones.

En los nueve primeros meses de 2014, sus principales filiales, CCNI, Agunsa y Cabo Froward, tuvieron ingresos por US\$ 593,5 millones, US\$ 466,5 millones y US\$ 18,7 millones, respectivamente. La deuda financiera consolidada a septiembre, que asciende a US\$ 386,5 millones, corresponde en un 68,1% a obligaciones de Agunsa, en 7,2% a CCNI, en 6,7% a Cabo Froward y el 18,1% restante a la matriz.

Contacto en **Humphreys**:

Elisa Villalobos

Teléfono: 56 - 22433 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 (56) 22433 5200– Fax (56) 22433 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".