



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

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

## **Empresa Nacional de Aeronáutica de Chile**

**Noviembre 2018**

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 22433 5200 – Fax 22433 5201  
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 2018 <sup>1</sup>

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)							
MM\$ de cada año	2013	2014	2015	2016	2017	Ene-Sept 2017	Ene-Sept 2018
Ingresos de actividades ordinarias	57.444	54.935	42.402	46.791	55.669	41.540	31.710
Costo de ventas	-47.381	-44.420	-34.113	-34.614	-43.987	-31.836	-22.970
Ganancia bruta	10.062	10.516	8.289	12.177	11.682	9.704	8.740
Gastos de administración	-11.470	-5.719	-4.305	-4.352	-5.075	-3.582	-4.190
Resultado Operacional	-1.408	4.797	3.984	7.825	6.607	6.122	4.542
Gastos financieros	-6.418	-3.907	-2.365	-1.752	-2.535	-1.385	-2.355
<b>Resultado del período</b>	556	4.727	2.431	3.977	552	3.242	3.586
<b>EBITDA</b>	798	6.953	5.778	9.617	7.984	7.321	7.451

<sup>1</sup> El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 30 de junio de 2018. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 30 de septiembre de 2018 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	2013	2014	2015	2016	2017	Sept-18
Activos corrientes	48.789	48.019	45.644	53.426	48.207	67.834
Activos no corrientes	73.884	65.948	52.075	50.799	45.405	44.813
<b>Total activos</b>	<b>122.672</b>	<b>113.967</b>	<b>97.720</b>	<b>104.225</b>	<b>93.612</b>	<b>112.647</b>
Pasivos corrientes	20.967	10.574	5.535	44.509	24.931	22.278
Pasivos no corrientes	105.499	106.945	81.994	45.289	57.259	75.503
Total Pasivos	126.467	117.519	87.529	89.798	82.190	97.781
Patrimonio	-3.794	-3.552	10.190	14.427	11.422	14.866
<b>Total pasivos y patrimonio</b>	<b>122.672</b>	<b>113.967</b>	<b>97.720</b>	<b>104.225</b>	<b>93.612</b>	<b>112.647</b>
Deuda Financiera	102.965	99.000	83.519	82.120	74.319	92.198

## Opinión

### Fundamento de la clasificación

La **Empresa Nacional de 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 2017, la empresa generó ingresos anuales por aproximadamente US\$ 55,7 millones y un EBITDA del orden de los US\$ 7,9 millones. A esa fecha, el emisor presentaba una deuda financiera por US\$ 74,3 millones y su patrimonio ascendía a cerca de US\$11,4 millones; a junio de 2018 estas mismas partidas ascendían a US\$111,6 millones y US\$14,4 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 en más de un 80% 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 recientes

### Resultados a diciembre 2017

Durante 2017 la empresa generó ingresos de explotación por US\$ 55,7 millones, lo que representó un aumento de 19% con respecto a igual período de 2016.

En el mismo período, el costo de explotación de la compañía ascendió a US\$ 43,9 millones, lo que significa un alza de 27,1% respecto a 2016. Como consecuencia del menor incremento de los ingresos en comparación con los costos, la proporción de éstos sobre los ingresos totales aumentó desde 74% en 2016, a 79% a fines de 2017.

Los gastos de administración y ventas alcanzaron a US\$ 5,0 millones, registrando un crecimiento de 16,6% respecto de 2016. Esto hizo que los gastos de administración pasaran de representar un 9,3% de los ingresos en 2016 a un 9,1% en 2017.

El resultado de operación de este período, definido como ganancia bruta más costos de administración, ascendió a US\$ 6,6 millones, lo que representó una caída de 15,6% con respecto al resultado operacional de diciembre de 2016. El EBITDA, en tanto, alcanzó los US\$ 8,0 millones, lo que implica una disminución de 17% en el período analizado. De esta manera, el resultado del ejercicio de 2017 totalizó US\$ 0,6 millones, exhibiendo una contracción de 86,1% respecto a 2016.

### Resultados a junio 2018

Durante los primeros seis meses de 2018, los ingresos totales de la compañía ascendieron a US\$21,1 millones, lo que representa una caída de 17,7% respecto del mismo período de 2017. Los costos de venta, por su parte, disminuyeron en 26,3%, totalizando US\$15,1 millones. El resultado operacional, básicamente por la caída de los costos, aumentó en 4,2%, al pasar desde US\$2,8 millones en el primer semestre de 2017, a US\$2,9 millones durante el primer semestre de 2018.

En línea con lo anterior, el EBITDA muestra un incremento de 10,3% si se compara con igual período de 2017, al pasar desde US\$4,4 millones a US\$4,8 millones durante el período enero-junio de 2018.

El resultado del ejercicio de la compañía durante este período alcanzó a US\$3,1 millones, un 4496% superior al obtenido en el período enero-junio de 2017.

## 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.

## Factores de riesgo

**Alta concentración de ingresos:** El principal cliente de **ENAER** corresponde a la Fuerza Aérea de Chile, cliente que durante 2017 representó aproximadamente un 82,3% de las ventas. No obstante, este riesgo se morigera al considerar que la Dirección Ejecutiva de ENAER es nominada por el Comandante en Jefe de la 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.

## Antecedentes generales

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.

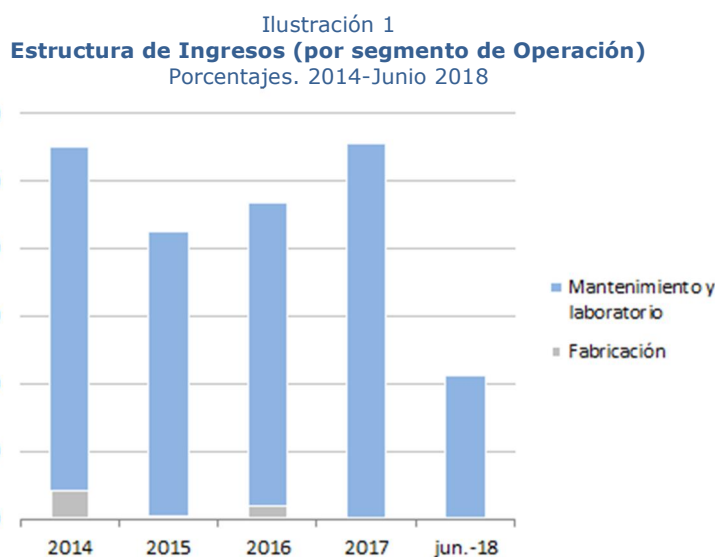
Su objeto social está definido en la ley N°18.297 "El objeto de la Empresa será diseñar, construir, fabricar, comercializar, vender, mantener, reparar y transformar cualquier clase de aeronaves, sus piezas o partes, repuestos y equipos aéreos o terrestres asociados a las operaciones aéreas, ya sean estos 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 inciso 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 su gestión en 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.

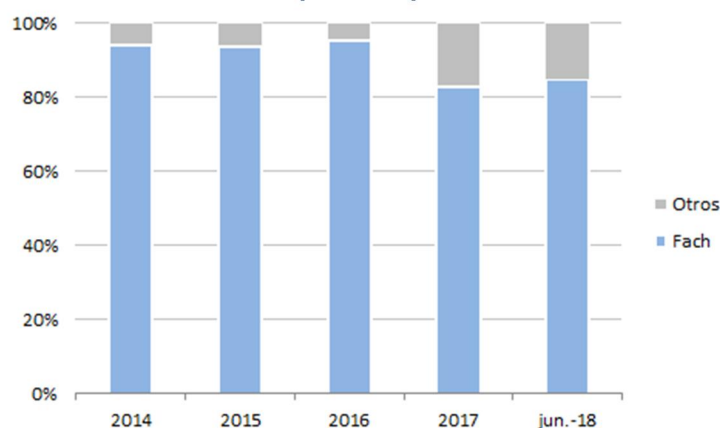
Durante 2017 un 99,6% de sus ingresos provinieron de los servicios de mantenimiento y laboratorio, en tanto que un 0,4% provino de actividades de fabricación. La preponderancia del mantenimiento y laboratorio dentro de la generación de ingresos durante el período 2014-2017 puede apreciarse en la Ilustración 1.



Entre 2014 y junio 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-junio 2018



En el pasado la compañía tuvo una relación con la empresa EMBRAER (Empresa Brasileira de Aeronáutica S.A.), para la fabricación del estabilizador vertical y horizontal. Esta relación, que se tradujo en más de 1.100 unidades vendidas, significó, sin embargo, un empeoramiento en los resultados de la emisora una vez que se puso término a este convenio.

Los contratos vigentes a 2018 se presentan en la Tabla 1.

Tabla 1  
**Contratos Vigentes ENAER**

Institución	Servicio	Monto anual (US\$)
FACH	Contrato Mantenimiento Avión A-36	1.643.895
	Contrato Mantenimiento avión F-16	2.161.250
	Contrato seguimiento estructural avión F-16	819.9967
	Contrato Apoyo Aviones Escuela de Aviación	2.132.680
	Contrato de Línea Boeing	2.294.098
	Contrato Mantenimiento de Campaña C-130	2.396.875
	Contrato Marco Mant. Depósito FIJO VARIABLE (Aviones, Motores, Accesorios)	1.643.895
		2.161.250
Ejército	Contrato Caravan	3.783.156
	Contrato Casa 235-212	4.397.658
Otros	LATAM	1.351.069
<b>TOTAL</b>		<b>64.480.956</b>

Luego del término de la relación contractual con EMBRAER, la sociedad entró en un proceso de ajuste, que significó una reducción en su dotación, el cierre de líneas de producción, y un proceso de reestructuración financiera que incluyó la garantía estatal a los créditos que se tomaron en 2012.

## Administración y propiedad

### Directorio y ejecutivos

El directorio de la compañía está formado por seis miembros, identificados a continuación:

Cargo	Nombre
Presidente	Jorge Robles Mella
Director	Jorge Uzcategui Fortín
Director	Mario Moraga Tresckow
Director	Carlos Mladinic Alonso
Director	Jorge Genauer Bittner

La administración de la compañía está liderada por el señor Henry Cleveland, Director Ejecutivo, y conformada por las gerencias que se detallan a continuación:

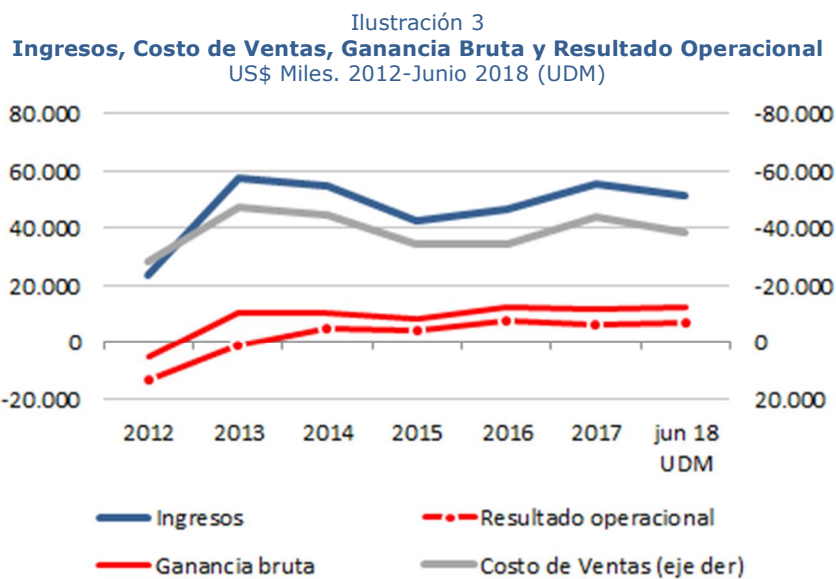
Cargo	Nombre
Director Ejecutivo	Henry Cleveland Cartes
Gerente de Finanzas	Enrique Lara Barenys
Gerente de Logística	Rodrigo San Román Cuñado
Gerente de Planificación (i)	Leopoldo Porras Silva
Fiscal	Hernán Barahona Flores
Gerente de Operaciones	Klaus Hartmann Samhaber
Gerente Comercial (i)	Juan Carlos Fresard Contreras
Gerente de Garantía de Calidad (i)	Emilio Pareto Mella
Gerente de Personas	Mario Elgueta González
Jefe de Auditoría Interna	Juan Manuel Sepúlveda Oróstica

### Accionistas

El único socio corresponde al Estado de Chile, con una participación de 100% de las acciones de la compañía.

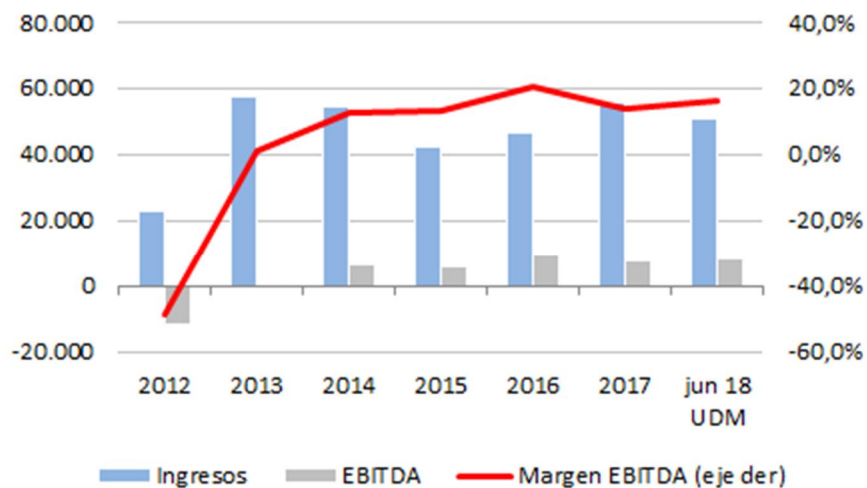
## Evolución financiera

Durante 2012 los ingresos fueron inferiores a los costos, razón por la cual la ganancia bruta alcanzó un resultado negativo de US\$5,3 millones. Por su parte, el resultado operacional también mostró un resultado negativo ascendente a US\$13,4 millones. Con posterioridad, sin embargo, los ingresos exhibieron un crecimiento mayor a los costos, lo que permitió una ganancia bruta de US\$10 millones en 2013, y un resultado operacional positivo en 2014, ascendente a US\$4,8 millones. La Ilustración 3 muestra que con posterioridad, hasta el año móvil finalizado en junio de 2018, la compañía ha registrado consistentemente un resultado operacional positivo, logrando en junio de 2018 exhibir una ganancia bruta de US\$12,5 millones y un resultado operacional de US\$6,7 millones.



La capacidad de generación de EBITDA se presenta en la Ilustración 4. Se aprecia que a partir de 2014 el margen EBITDA se ha estabilizado en valores en torno al 15%.

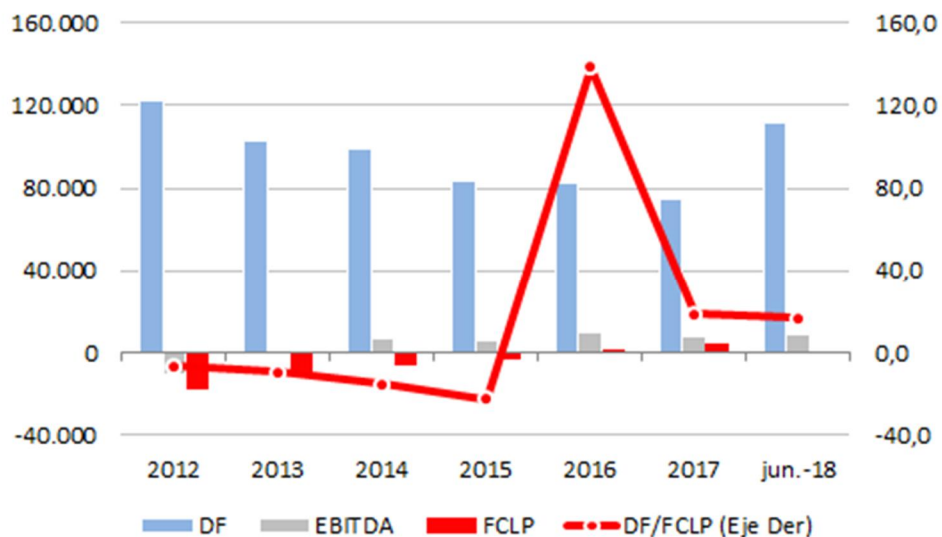
Ilustración 4  
**Ingresos, EBITDA y Margen Ebitda.**  
 US\$ Miles y Porcentaje. 2012-Junio 2018 (UDM)



La Ilustración 5 muestra el nivel de endeudamiento relativo al Flujo de Caja de Largo<sup>2</sup> (FCLP). Se aprecia que la deuda financiera, alcanza a aproximadamente US\$111,6 millones, lo que representa 16 veces la capacidad promedio anual de generación de flujos.

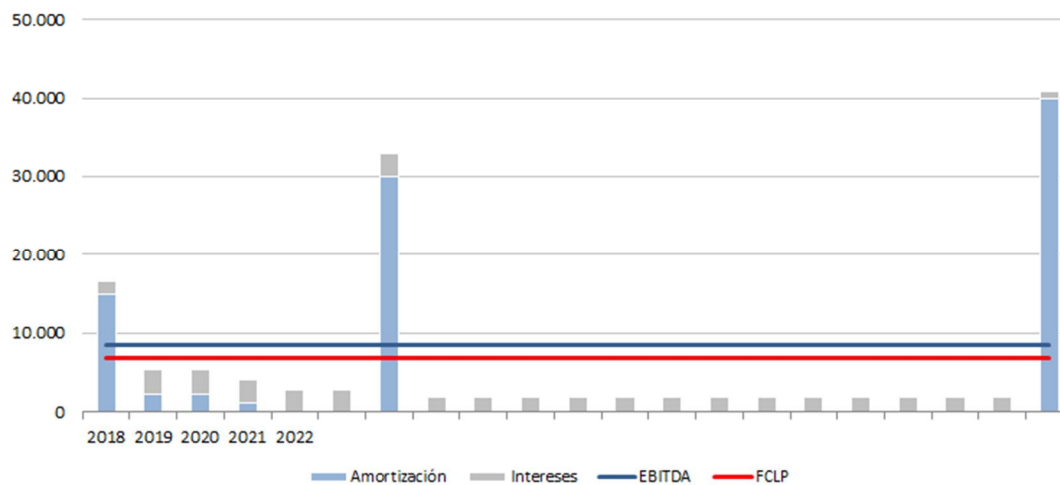
<sup>2</sup> El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

Ilustración 5  
**Ingresos, EBITDA y Margen Ebitda.**  
 US\$ Miles y Porcentaje. 2012-Junio 2018 (UDM)



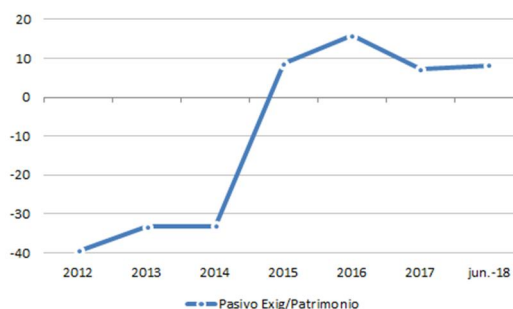
La Ilustración 6 muestra el calendario de vencimientos de la deuda de **Enaer**, en comparación con su capacidad de generación de flujos anuales.

Ilustración 6  
**Perfil de vencimientos de la deuda financiera**  
 (US\$ Miles)



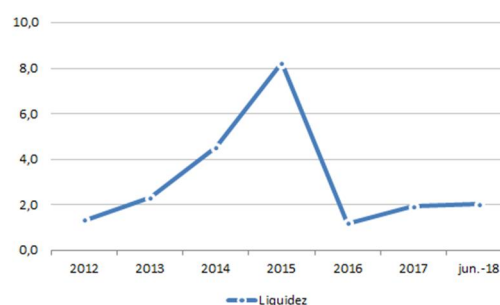
El emisor exhibió un patrimonio negativo hasta 2014. A partir de 2015, el patrimonio muestra valores positivos, situándose la relación pasivo exigible/patrimonio en torno a 8,2 veces a junio de 2018 (ver Ilustración 7).

**Ilustración 7**  
**Pasivo exigible sobre patrimonio**  
(Veces. 2012-Junio 2018)



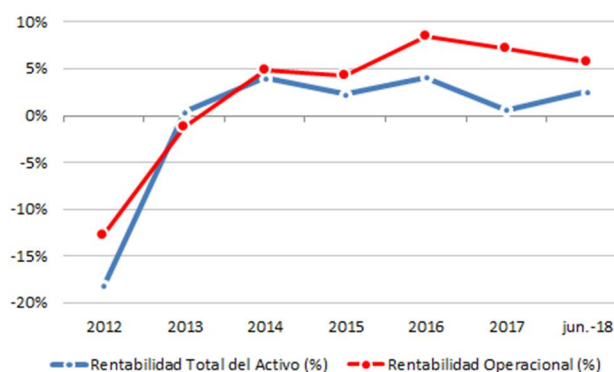
La liquidez de la compañía, definida como activos corrientes sobre pasivos corrientes, se ha mantenido consistentemente sobre la unidad. Luego de su máximo de más de 8 veces registrado en 2015, este indicador se ha estabilizado en torno a valores de 2,0 a junio de 2018 (ver Ilustración 7).

**Ilustración 8**  
**Liquidez**  
(Veces. 2012-Junio 2018)



La rentabilidad de los activos y operacional se muestra en la Ilustración 9. Se aprecia que, luego de 2013, estos indicadores presentan registros positivos, situándose a junio de 2018 en valores de 2,6% para la rentabilidad total del activo y de 5,8% para la rentabilidad operacional.

**Ilustración 9**  
**Rentabilidad del Activo y Operacional**  
(Veces. 2012-Junio 2018)



*"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 aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."*