



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Primera Clasificación del
Emisor y sus Valores**

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

Empresa Nacional de Aeronáutica

Diciembre 2017

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 2433 52 00 – Fax 2433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de bonos	AAA
Tendencia	Estable
EEFF base	30 septiembre 2017

Características de línea de bonos en proceso de inscripción	
Plazo	20 años
Monto máximo de colocación	US\$ 40.000.000
Moneda de emisión	UF-Pesos-Dólar
Representante de los tenedores de bonos	Banco Santander-Chile
Uso de fondos	Los fondos provenientes de la colocación de los Bonos correspondientes a la línea, se destinarán al refinanciamientos de pasivos del emisor.
Prepago	El emisor definirá en cada Escritura Complementaria si podrá rescatar anticipadamente en forma total o parcial los Bonos de cualquiera de las series
Garantía Soberana	Garantía otorgada por el Estado de Chile, en virtud de la cual el estado de Chile se obligará incondicional e irrevocablemente a pagar, al primer requerimiento escrito del Representante de los Tenedores de Bonos, el capital, reajustes e intereses, incluidos intereses moratorios, que deba pagar el Emisor en virtud de la Emisión de Bonos, y cualquier otra cantidad por concepto de comisiones y otros gastos y costos, de cualquier naturaleza, que se deriven de la emisión de Bonos que realice el Emisor.

Estado de Resultados (IFRS)							
MM\$ de cada año	2012	2013	2014	2015	2016	Ene-Sept 2016	Ene-Sept 2017
Ingresos de actividades ordinarias	23.339	57.444	54.935	42.402	46.791	33.454	41.540
Costo de ventas	-28.599	-47.381	-44.420	-34.113	-34.614	-22.069	-31.365
Ganancia bruta	-5.260	10.062	10.516	8.289	12.177	11.385	10.176
Gastos de administración	-8.110	-11.470	-5.719	-4.305	-4.352	-3.076	-3.386
Resultado Operacional	-13.370	-1.408	4.797	3.984	7.825	8.308	6.790
Gastos financieros	-4.130	-6.418	-3.907	-2.365	-1.752	-849	-1.385
Resultado del período	-25.496	556	4.727	2.431	3.977	6.124	3.910
EBITDA	-11.287	798	6.953	5.778	9.617	9.654	7.988

Estado de Situación (IFRS)						
MM\$ de cada año	2012	2013	2014	2015	2016	Sept-17
Activos corrientes	71.824	48.789	48.019	45.644	53.426	57.773
Activos no corrientes	77.900	73.884	65.948	52.075	50.799	49.562
Total activos	149.723	122.672	113.967	97.720	104.225	107.335
Pasivos corrientes	54.245	20.967	10.574	5.535	44.509	45.239
Pasivos no corrientes	99.372	105.499	106.945	81.994	45.289	43.739
Total Pasivos	153.617	126.467	117.519	87.529	89.798	88.977
Patrimonio	-3.894	-3.794	-3.552	10.190	14.427	18.358
Total pasivos y patrimonio	149.723	122.672	113.967	97.720	104.225	107.335
Deuda Financiera	122.518	102.965	99.000	83.519	82.120	80.730

Opinión

Fundamento de la clasificación

La **Empresa Nacional de Aeronáutica (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 2016, la empresa generó ingresos anuales por aproximadamente US\$ 47 millones y un EBITDA del orden de los US\$ 9,6 millones. A esa fecha, el emisor presentaba una deuda financiera por US\$ 82,1 millones y su patrimonio ascendía a cerca de US\$14,4 millones.

La clasificación de la línea de bonos de la compañía en "Categoría AAA" se sustenta, principalmente, en la garantía que el Estado de Chile, en calidad de codeudor solidario, ha otorgado a los créditos contratados por la sociedad y a los bonos que se emitan para refinanciamiento de pasivos. 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.

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.

La característica estratégica también se refleja en el apoyo que cuenta por del Estado, que en el pasado, ha entregado su garantía al pago de algunas de sus obligaciones financieras, y que ha garantizado asimismo el pago de los bonos que emitiría para refinanciar pasivos, y donde se enmarca esta clasificación de riesgo, como parte del proceso de emisión. Más aún, las metas de gestión son monitoreadas anualmente, de manera de cumplir el convenio de programación establecido con el Sistema de Empresas Públicas (SEP), y que le permiten acceder a la garantía estatal.

En contraposición, la clasificación se ve restringida por el alto nivel de concentración que presentan sus ingresos, provenientes en más de un 68% de los servicios prestados a la FACH. Con todo, este riesgo se morigera toda vez que la plana directiva es nominada en forma mayoritaria por el alto mando de la FACH, lo que evita que difieran en forma significativa los incentivos de ambas instituciones. También, como elemento desfavorable se ha considera su dependencia de certificaciones provistas por entes extranjeros, y cuya pérdida podría afectar la capacidad de venta de servicios.

Finalmente, se ha considerado como riesgoso la característica de los bonos, de tipo *bullet*, lo cual deja expuesta a **Enaer** al riesgo de financiamiento al momento de su vencimiento.

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.

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 relevantes recientes

Resultados a diciembre de 2016

Durante 2016 la empresa generó ingresos de explotación por US\$ 46,8, lo que representó un aumento de 10,4% con respecto a igual período de 2015.

En el mismo período, el costo de explotación de la compañía ascendió a US\$ 34,6 millones, lo que significa un alza de 1,5% respecto a 2015. Como consecuencia del mayor incremento de los ingresos por sobre los costos, la proporción de éstos sobre los ingresos totales disminuyó desde el 80,5% en 2015, a 74% a fines de 2016.

Los gastos de administración y ventas alcanzaron a US\$ 4,4 millones, registrando un crecimiento de 1,1% respecto de 2015. Esto hizo que los gastos de administración pasaran de representar un 10,2% de los ingresos en 2015 a un 9,3% en 2016.

El resultado de operación de este período, definido como ganancia bruta más costos de administración, ascendió a US\$ 7,8 millones, lo que representó un aumento de 96,4% con respecto al resultado operacional de diciembre de 2015. El EBITDA, en tanto, alcanzó los US\$ 9,6 millones, lo que implica un alza de 66,4% en el período analizado. De esta manera, el

resultado del ejercicio de 2016 totalizó US\$ 3,9 millones, exhibiendo un aumento de 63,6% respecto a 2015.

Resultados a septiembre 2017

Durante los primeros nueve meses de 2017, los ingresos totales de la compañía ascendieron a US\$41,5 millones, lo que representa un aumento de 24,2% respecto del mismo período de 2016. Los costos de venta, por su parte, se incrementaron en 42,1%, totalizando US\$31,4 millones. El resultado operacional cayó en 18,3%, al pasar desde US\$8,3 millones en 2016 a US\$6,8 millones durante los tres primeros trimestres de 2017. Esta variación se explica por el aumento de costos por venta originados por trabajos adicionales a los considerados en el contrato marco con la FACH, y que al momento de cierre de los estados financieros a septiembre, aún estaban en proceso de facturación.

En línea con lo anterior, el EBITDA muestra una caída de 17,3% si se compara con igual período de 2017, al pasar desde US\$9,7 millones a US\$8 millones durante el período enero-septiembre de 2017.

El resultado del ejercicio de la compañía durante este período alcanzó a US\$3,9 millones, un 63,6% inferior al obtenido en el período enero-septiembre de 2016.

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, que se traduce en una reducida capacidad de los clientes para sustituirlo como proveedor de servicios.

Factores de riesgo

Alta concentración de ingresos: El principal cliente de **ENAER** corresponde a la Fuerza Aérea de Chile, cliente que durante 2016 representó aproximadamente un 68% de las ventas, en tanto que el segundo cliente concentra aproximadamente un 14% de las mismas. No obstante, este riesgo se morigera al considerar que la administración de **ENAER** es nominada por la FACH, lo que evitaría una divergencia entre los objetivos de ambas instituciones.

Dependencia de 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, permite disponer de una ventaja competitiva, al reducir el número de proveedores de aquellos servicios en el mundo. Sin embargo, la eventual pérdida de estas certificaciones afectaría en forma significativa la venta de servicios a los clientes.

Estructura de financiamiento tipo *bullet*: La presente clasificación se enmarca en un proceso de refinanciamiento de pasivos, los cuales, de acuerdo a lo informado por la emisora, correspondería 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 de Aeronáutica (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.

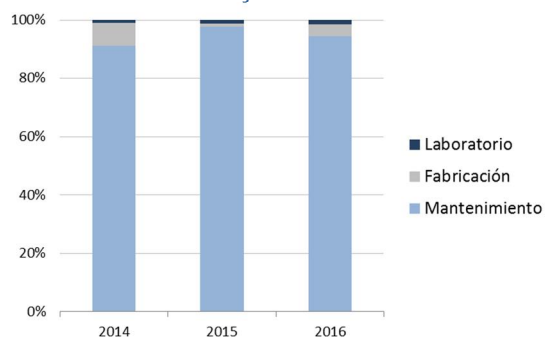
Para los efectos señalados en el inciso anterior, podrá establecer plantas industriales, arsenales y maestranzas, y en general, ejecutar y celebrar toda clase de actos y contratos."

Actualmente la firma opera en los segmentos de Fabricación (fabricación y montaje de aeroestructuras y aeronaves), 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.

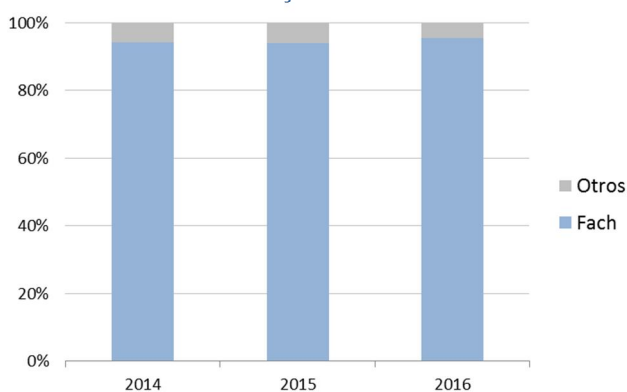
Durante 2016 un 94,4% de sus ingresos provinieron de los servicios de mantenimiento, en tanto que un 4,2% en sus actividades de fabricación y el 1,4% en venta de servicios de laboratorio. La preponderancia del mantenimiento dentro de la generación de ingresos durante el período 2014-2016 puede apreciarse en la Ilustración 1.

Ilustración 1
Estructura de Ingresos (por segmento de Operación)
 Porcentajes. 2014-2016



Entre 2014 y 2016 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. 2014-2016



En el pasado la compañía presentó una relación con la empresa EMBRAER, 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 2017 se presentan en la Tabla 1.

Tabla 1
Contratos Vigentes ENAER

Institución	Servicio	Monto anual (US\$)
FACH	Contrato Mantenimiento Avión A-36	1.603.200
	Contrato Mantenimiento avión F-16	2.100.000
	Contrato seguimiento estructural avión F-16	820.000
	Contrato Apoyo Aviones Escuela de Aviación	2.080.663
	Contrato de Línea Boeing	2.537.884
	Contrato Mantenimiento de Campaña C-130	1.500.000
	Contrato Pintura Aviones F-16	2.335.188
	Contrato Marco Mant. Depósito FIJO	18.363.854
	VARIABLE (Aviones, Motores, Accesorios)	16.205.256
	Servicios Logísticos	10.458.314
Ejército	Contrato Caravan	3.783.156
	Contrato Casa 235-212	4.397.658
Otros	LATAM	1.180.176
TOTAL		67.365.349

Por otro lado, luego del término de la relación contractual con Empresa Brasileira de Aeronáutica S.A. (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, y bajo cuyo refinanciamiento en 2017 se enmarca la presente clasificación de riesgo.

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	Roberto Saavedra Aliaga

Cargo	Nombre
Gerente de Logística	Rodrigo San Román Cuñado
Gerente de Planificación (i)	Rodrigo San Román Cuñado
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	Rodrigo Iturrieta Venegas
Jefe de Auditoría Interna	Juan Manuel Sepúlveda Oróstica

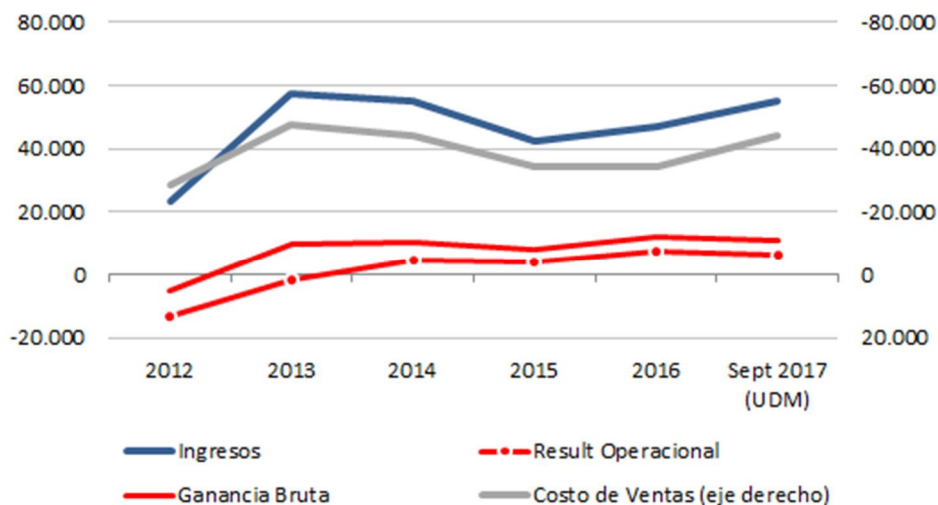
Accionistas

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

Evolución financiera

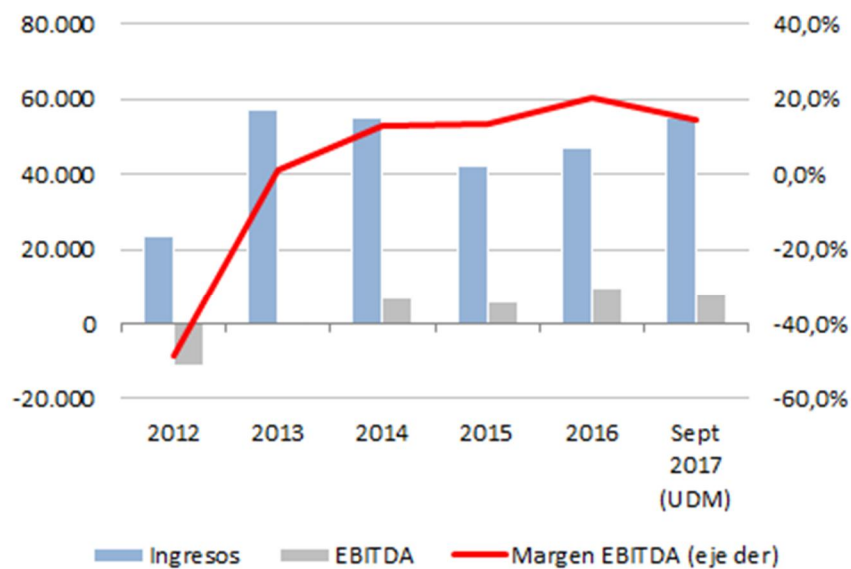
Durante 2012 los ingresos fueron inferiores a los costos, razón por la cual la ganancia bruta alcanzó un resultado negativo de US\$5,3 millones. Por su parte, el resultado operacional también mostró un resultado negativo ascendente a US\$13,4 millones. Con posterioridad, sin embargo, los ingresos exhibieron 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 septiembre de 2017, la compañía ha registrado consistentemente un resultado operacional positivo, incluso considerando que durante el los nueve primeros meses de 2017 los costos registraron un crecimiento superior a los ingresos, por servicios aun no facturados.

Ilustración 3
Ingresos, Costo de Ventas, Ganancia Bruta y Resultado Operacional
 US\$ Miles. 2012-Sept 2017 (UDM)



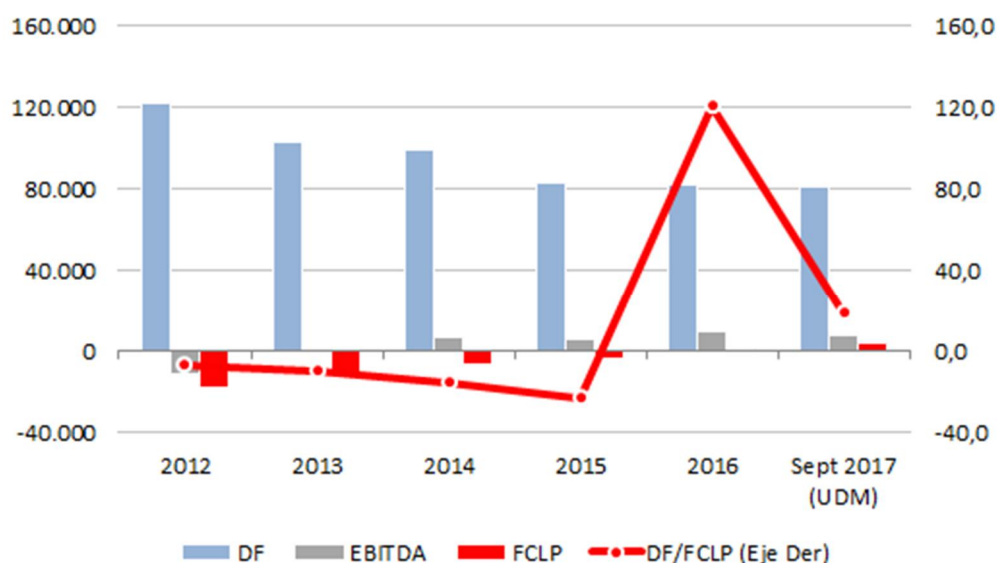
La capacidad de generación de EBITDA se presenta en la Ilustración 4. Se aprecia que a partir de 2014 el margen EBITDA se ha estabilizado en valores en torno al 14%.

Ilustración 4
Ingresos, EBITDA y Margen Ebitda.
 US\$ Miles y Porcentaje. 2012-Sept 2017 (UDM)



La Ilustración 5 muestra el nivel de endeudamiento relativo al Flujo de Caja de Largo¹ (FCLP). Se aprecia que la deuda financiera, alcanza a aproximadamente US\$81 millones, lo que representa 19 veces la capacidad promedio anual de generación de flujos.

Ilustración 5
Ingresos, EBITDA y Margen Ebitda.
 US\$ Miles y Porcentaje. 2012-Sept 2017 (UDM)



Al momento del cierre estadístico del presente informe no se dispone de información referida al perfil de vencimientos de la nueva deuda que refinanciaría la existente. La Ilustración 6 muestra el calendario de vencimientos de la deuda financiera actual, previa al refinanciamiento.

¹ 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 6
Perfil de vencimientos de la deuda financiera

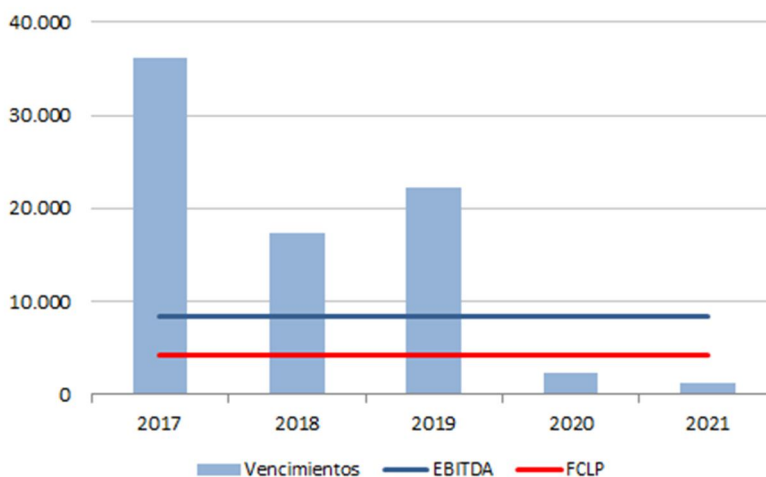


Ilustración 7
Pasivo exigible sobre patrimonio
 (Veces. 2012-Sept 2017)

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 4,9 veces a septiembre de 2017 (ver Ilustración 7).

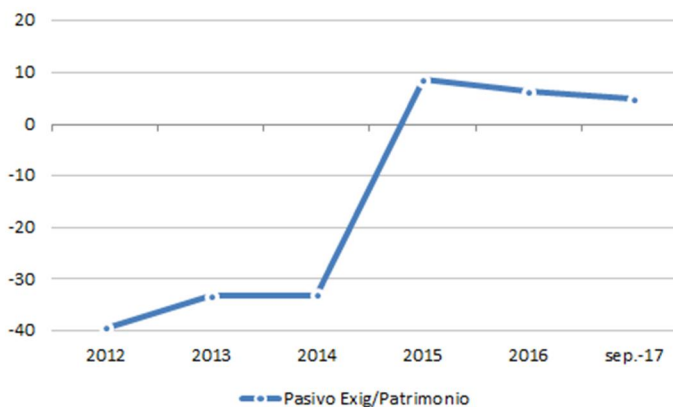


Ilustración 8
Liquidez
(Veces. 2012-Sept 2017)

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 1,3 a septiembre de 2017 (ver Ilustración 7).

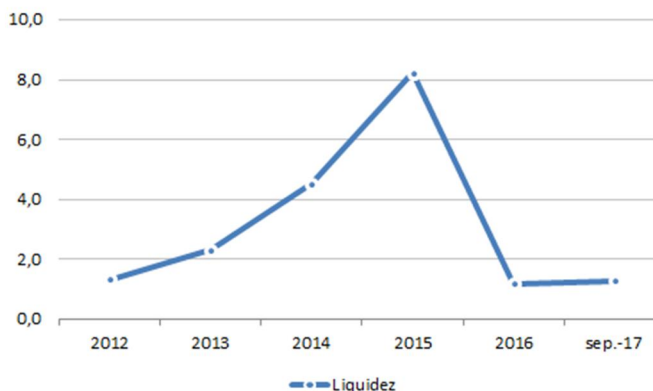
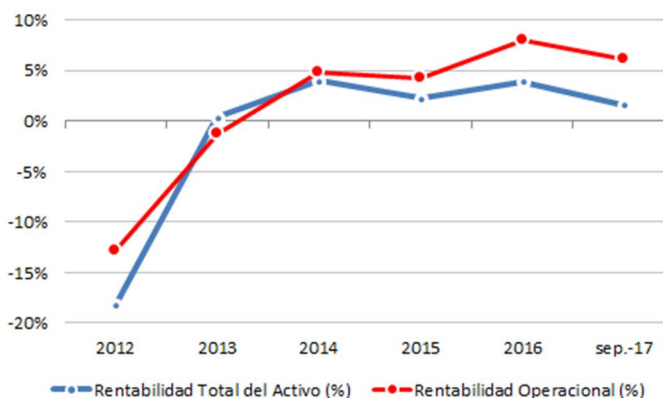


Ilustración 9
Rentabilidad del Activo y Operacional
(Veces. 2012-Sept 2017)

La rentabilidad de los activos y operacional se muestra en la Ilustración 9. Se aprecia que, luego de 2013, estos indicadores presentan registros positivos.



"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 Superintendencia de Valores y Seguros 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."