

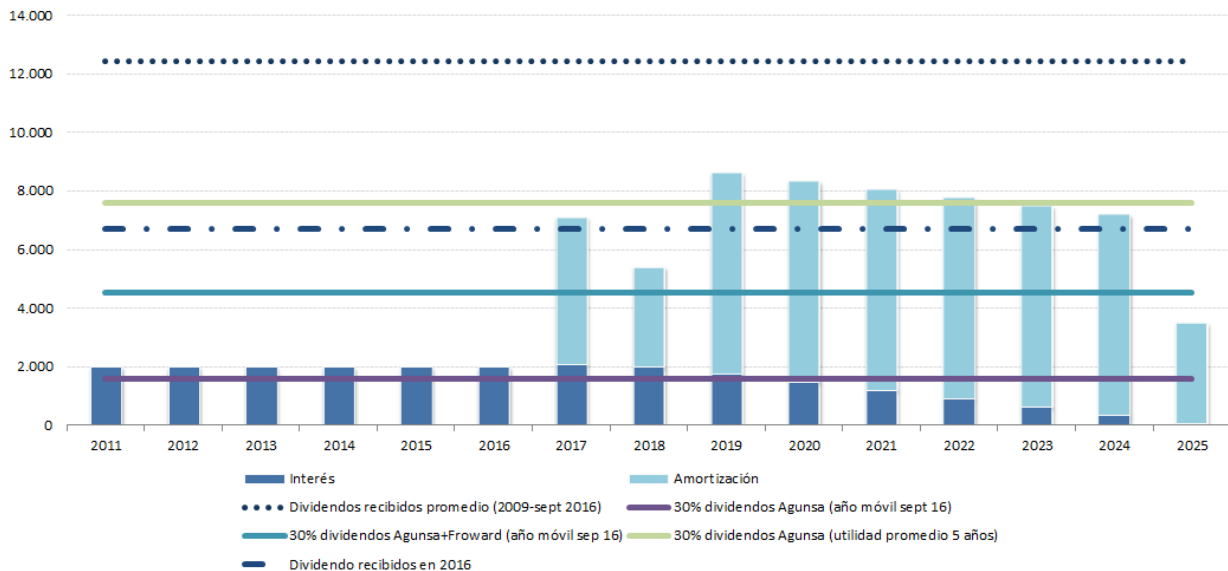
La empresa controla las compañías Agunsa, CMC y Froward

Humphreys mantiene clasificación de los bonos de Grupo Empresas Navieras en *BBB+*

Santiago, 14 de febrero de 2017. **Humphreys** mantuvo en "Categoría *BBB+*" la clasificación de los bonos emitidos por **Grupo de 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 el 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 bono 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 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 seis meses, de US\$ 154,1 millones¹. Así, el precio bursátil de Agunsa ponderando por el porcentaje de la propiedad controlada por GEN alcanza a US\$ 107,6 millones. Esta cifra corresponde a 2,0 veces la deuda financiera individual del emisor. Cabe señalar, que esta clasificadora está monitoreando esta fortaleza, puesto que las acciones de Agunsa han mostrado durante 2016 un

¹ Mientras que la valorización de Agunsa según el precio en bolsa al 16/12/2016 es de US\$ 148,0 millones. De esta forma, el valor bursátil de Agunsa ponderado por la propiedad de GEN es de US\$ 103,4 millones. Esta última cifra corresponde a 1,95 veces la deuda financiera individual de GEN.

descenso de 20,3% en su cotización bursátil. Así, la evaluación está supeditada a que el precio de las acciones de Agunsa no profundice estas fluctuaciones que menoscaben su valor.

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 de 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 utilidades de esta filial han disminuido respecto a los que exhibía en el pasado. Sin embargo, esta posible baja en los dividendos entregados por Agunsa a **GEN**, serían parcialmente compensados, a contar de 2017, por el reparto de dividendos de CMC (continuadora de CCNI cuyos flujos, previo a la enajenación del negocio portacontenedores, eran persistentemente deficitarios) los que se estiman en alrededor de US\$ 3 millones. A esto se suman los dividendos entregados por la filiales Angol y Arauco Navigation, que se estiman en alrededor de US\$2,0 millones cada una.

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 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, 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, así como la elevada concentración de sus ingresos en alguno de sus clientes 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.

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 Hamburg Süd (la séptima navieras del mundo en términos de participación de mercado, según Alphaliner).

Entre enero y septiembre de 2016, **GEN** generó ingresos consolidados por US\$ 334 millones y un EBITDA de US\$ 70,4 millones. Los ingresos disminuyeron un 17,3%, respecto al mismo período de 2015, principalmente por menores ingresos provenientes del negocio de agenciamiento, los que cayeron un 28,0%. A lo que se suma la disminución de los ingresos del segmento de concesiones, los que cayeron un 61,6% respecto de septiembre de 2015, tras el término de la concesión del terminal aeroportuario de Santiago SCL.

El EBITDA de la compañía, en términos consolidados, fue de US\$ 70,4 millones, lo que representa una disminución de 20,3%, respecto del mismo período de 2015. Este retroceso obedece a la baja de los ingresos, además de la inexistencia de las amortizaciones de intangible que aportaba la concesión SCL.

Así, los segmentos con mayor contribución a los ingresos de **GEN** están compuestos en un 38,8% por el negocio de logística (37,4% a septiembre de 2015), un 23,6% por el negocio de armador (15,9% a septiembre de 2015), un 19,2% por el negocio de agenciamiento (22,1% a septiembre de 2015), un 9,3% por el negocio de concesiones (20,0% a septiembre de 2015), y un 9,1% por el negocio de operación de puertos marítimo (que representaba un 4,6% de los ingresos de GEN a septiembre de 2015).

A la misma fecha, la deuda financiera consolidada alcanzaba los US\$ 581 millones (de los cuales US\$ 52,9 millones corresponden a las obligaciones financieras por parte de **GEN**), con un patrimonio total de US\$ 460,1 millones.

En los nueve primeros meses de 2016, sus principales filiales, CMC, Agunsa y Cabo Froward, tuvieron ingresos por US\$ 69,5 millones, US\$ 225,5 millones y US\$ 30,5 millones, respectivamente. La deuda financiera consolidada a septiembre de 2016, asciende a US\$ 581 millones, y corresponde en un 33,2% a CMC, un 31,4% a obligaciones de Agunsa, un 10,1% a Arauco Navigation, un 9,7% a Angol Navigation, un 2,6% a Cabo Froward, un 2,9% a TTP, un 9,1% a la deuda financiera de la matriz y un 1,0% a otros.

Según datos del emisor, en los últimos cinco años el emisor ha percibido, en promedio, por concepto de dividendos de filiales, US\$ 17,1 millones anuales, de los cuales cerca del 80,7% provino de Agunsa.

Para mayores antecedentes, ver el respectivo informe de clasificación en www.humphreys.cl.

Resumen instrumentos clasificados:

Tipo de Instrumento	Nemotécnico	Clasificación
Acciones	NAVIERA	Primera Clase Nivel 4
Línea de bonos		BBB+
Bonos	BNAVI-A	BBB+

Contacto en **Humphreys**:

Elisa Villalobos H.

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".