

Durante 2015 la compañía enajenó el servicio de transporte de contenedores de su filial CCNI

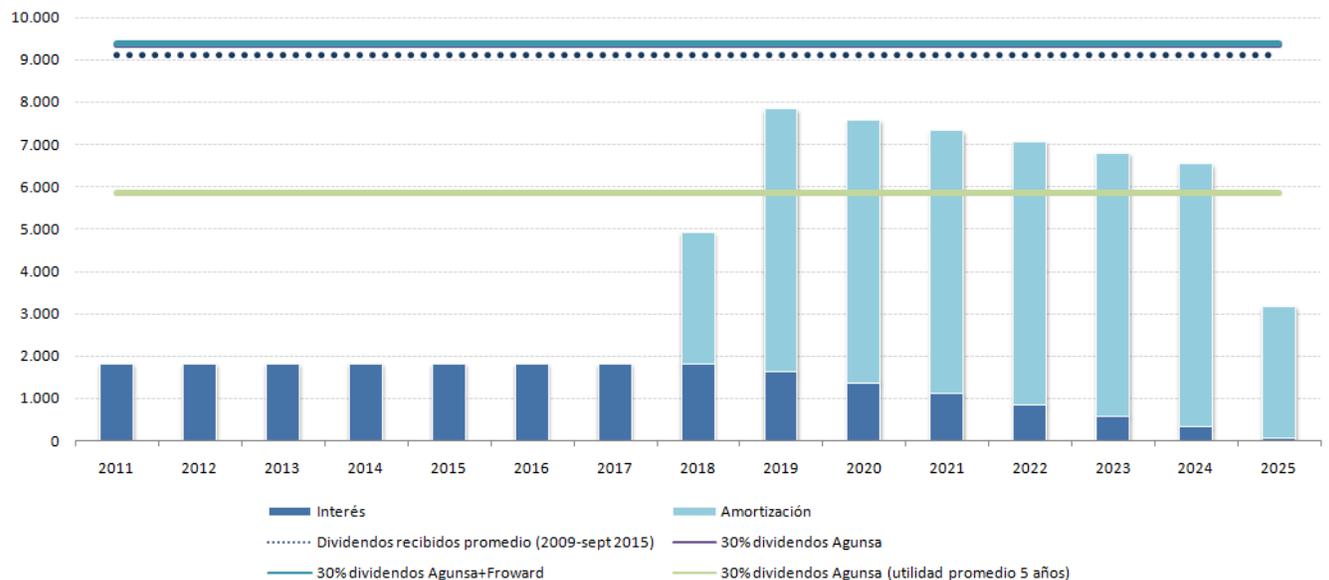
Humphreys mantiene clasificación de los bonos de Grupo Empresas Navieras, cambiando la tendencia a "Estable"

Santiago, 11 de febrero de 2016. **Humphreys** mantuvo en "Categoría BBB+" la clasificación de los bonos emitidos por **Grupo Empresas Navieras S.A. (GEN)**, cambiando la tendencia desde "En Observación" a "Estable".

Cabe señalar que durante 2015 se materializó la venta de los servicios de transporte de contenedores o "liner container", llevado a cabo por la Compañía Chilena de Navegación Interoceánica (CCNI), a la compañía alemana Hamburg Süd. El traspaso incluye la transferencia de la marca, logo y nombre de CCNI, realizándose, consecuentemente, la modificación de la razón social de CCNI a Compañía Marítima Chilena S.A. (CMC).

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), 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.

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\$ 186,9 millones¹. Así, el precio bursátil de Agunsa ponderando por el porcentaje de la propiedad controlada por GEN alcanza a US\$ 130,5 millones. Esta cifra corresponde a 3,0 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 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.

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.

Cabe señalar que el endeudamiento financiero consolidado de GEN pasó de US\$ 356,8 millones, en 2014, a US\$ 538 millones a septiembre de 2015. Este aumento está influenciado, principalmente, por CMC, cuya deuda financiera pasó de US\$ 28,9 millones en 2014, a US\$ 136,6 millones a septiembre de 2015. Esta filial adquirió dos buques tanqueros de 52 mil metros cúbicos -que serán arrendados a Enap por cinco años, contrato que podrá renovarse dos veces por 2,5 años cada vez- y dos naves de 9.000 TEUs -que serán, a su vez, arrendadas a Hamburg Süd por 12 años-. Por otra parte, se incorpora el endeudamiento financiero de las filiales de **GEN**, Angol y Arauco Navigation, las que corresponden a dos porta contenedores de 9.000 TEUs y su respectiva deuda por cerca de US\$ 63 millones por cada una de estas naves (las que han sido arrendadas por 12 años a Hamburg Süd).

De esta manera, esta nueva deuda está asociada a flujos relativamente estables y cuyo riesgo depende de la calidad de los contratos de arriendo de naves y de la capacidad de pago de los arrendatarios.

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 (como son las diferencias de cambio, resultados por unidades de reajustes, entre otros efectos).

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 sus ingresos en alguno de sus clientes. 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.

Entre enero y septiembre de 2015, **GEN** generó ingresos consolidados por US\$ 403 millones y un EBITDA de US\$ 236 millones. Los ingresos disminuyeron un 22,8%, respecto al mismo periodo de 2014, principalmente por menores ingresos provenientes del negocio de agenciamiento, los que cayeron un 54,9%, debido al término del contrato con CCNI, tras su venta a Hamburg Süd. Por otra parte, el EBITDA de la compañía, en términos consolidados, fue

¹ Mientras que la valorización de Agunsa según el precio en bolsa al 21/01/2016 es de US\$ 175 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 2,8 veces la deuda financiera individual de GEN.

de US\$ 236 millones, lo que representa un alza de 135,8%, respecto del mismo periodo de 2014. Este aumento incorpora los ingresos por la venta de la línea de negocios de "liner container" a Hamburg Süd, junto con compensaciones pagadas a Agunsa por el término del contrato de agenciamiento general con CCNI.

Así, tras la venta del negocio antes referido, a septiembre de 2015, los segmentos con mayor contribución a los ingresos de **GEN** están compuestos en un 37,4% por el negocio de logística (16,6% a septiembre de 2014), un 22,1% por el negocio de agenciamiento (19,6% a septiembre de 2014), un 20,0% por el negocio de concesiones (8,4% a septiembre de 2014), un 8,2% por el negocio de fletamento (rubro sin ingresos a septiembre de 2014), y un 7,6% por el negocio de transporte marítimo (que representaba un 53,5% de los ingresos de GEN a septiembre de 2014).

A la misma fecha la deuda financiera consolidada alcanzaba los US\$ 538,3 millones (de los cuales US\$ 43,5 millones corresponden a las obligaciones con el público por parte de **GEN**), con un patrimonio total de US\$ 451,3 millones.

En los nueve primeros meses de 2015, sus principales filiales, CMC, Agunsa y Cabo Froward, tuvieron ingresos por US\$ 65,0 millones, US\$ 325,8 millones y US\$ 18,3 millones, respectivamente. La deuda financiera consolidada a septiembre de 2015, asciende a US\$ 538,3 millones, y corresponde en un 35,2% a obligaciones de Agunsa, un 24,4% a CMC, un 23,3% a Angol y Arauco Navigation, un 3,6% a Cabo Froward, un 3,4% a TTP, un 1,9% a derivados financieros y el 8,2% restante al bono colocado por la matriz.

En los últimos cinco años el emisor ha percibido, en promedio, por concepto de dividendos de filiales, US\$ 14 millones anuales, de los cuales cerca del 92,2% 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

Teléfono: 56 - 22433 5200

E-mail: elisa.villalobos@humphreys.cl



<http://twitter.com/HumphreysChile>

[Clasificadora de Riesgo Humphreys](#)

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º – Las Condes, Santiago - Chile

Fono (56) 22433 5200 / Fax (56) 22433 5201

<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".