

Por incremento y diversificación en dividendos percibidos por la matriz

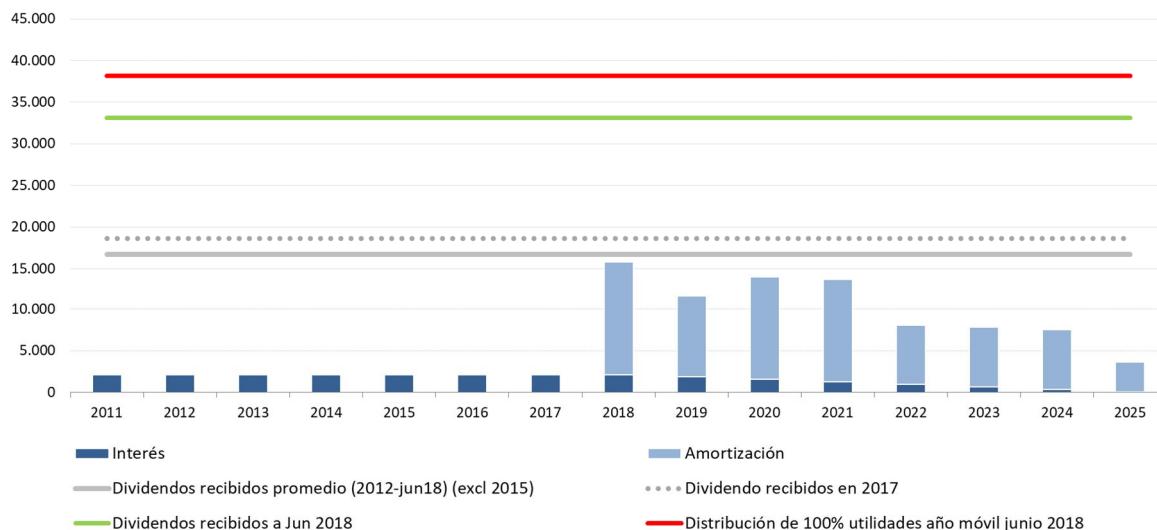
Humphreys cambia a “Favorable” la tendencia de clasificación de riesgo de Grupo Empresas Navieras

Santiago, 04 de enero de 2019. **Humphreys** mantuvo en “Categoría BBB+” la clasificación de los bonos emitidos por **Grupo de Empresas Navieras S.A. (GEN)**, en tanto la tendencia asignada se modifica desde “Estable” a “Favorable”.

El cambio de tendencia desde “Estable” a “Favorable” se debe al incremento en los dividendos percibidos por la matriz, los cuales se sitúan en niveles similares a los de 2014¹, así como a su creciente diversificación, destacando los flujos positivos provenientes de CMC. Asimismo, el cambio de tendencia recoge la mayor estabilidad de los flujos consolidados como consecuencia a que parte de ellos se originan en el arrendamiento de naves a entidades con adecuada capacidad de pago.

La clasificación de riesgo asignada a la emisión de los títulos de deuda, con cargo a la línea de bonos de la compañía, “Categoría BBB+”, 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, Froward y CMC, 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 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 con el nivel de su deuda financiera individual. Sólo las acciones

¹ Se excluyen los dividendos percibidos en 2015, puesto que están influidos por la enajenación de CCNI.

de la filial Agunsa propiedad de **GEN** presentan una valorización de US\$ 185 millones, según el precio en bolsa promedio de los últimos doce meses. Esta cifra corresponde a 2,5 veces la deuda financiera individual del emisor. Además, de acuerdo a estimaciones realizadas por la clasificadora, el valor en exceso de esta inversión, entendiendo por ella la hipotéticamente susceptible de enajenar sin perder el control, podría representar entre 93 y 95% de los pasivos financieros individuales de **GEN**.

Otro atributo que refuerza 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 exhibieron una contracción respecto de lo exhibido en el pasado. No obstante, durante 2017, y producto de una reorientación de sus negocios, ha presentado un crecimiento respecto del año anterior. Más aún, la reducción en baja en los dividendos entregados por Agunsa a **GEN**, ha sido parcialmente compensada, 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). A esto se suman los dividendos entregados por las filiales Angol y Arauco Navigation.

En forma complementaria, se incorpora positivamente la participación del grupo, a través del mismo y de Agunsa, en diversas concesiones de infraestructura de transporte, como son aeropuertos y puertos marítimos. Esto ayuda a la diversificación de ingresos de la compañía, por medio de la recepción de dividendos. Del mismo modo, si bien se reconoce que **GEN** no es controladora de los puertos de Arica y Antofagasta, se considera positivamente la presencia que ha tenido en dichas inversiones, por cuanto han constituido una fuente adicional de flujos de caja, a través de la recepción de dividendos (aun cuando el primero se encuentra en proceso la venta).

Se considera, además, que el modelo de negocios desarrollado por CMC, así como de las filiales Arauco y Angol, consistente en arriendo de naves a terceros, reduce la exposición a variaciones en tarifas, costo de combustible, etc. Sin embargo, este nuevo modelo ha sido implementado en los últimos tres años, por lo que se requiere de un mayor horizonte de tiempo para evaluar la consistencia de los resultados obtenidos, considerando que solo a partir de 2017 CMC ha desembolsado dividendos a la matriz.

Otro elemento que beneficia la clasificación asignada es el potencial de mayor desarrollo del comercio internacional y el efecto positivo que esto tendría en la generación de ingresos del emisor.

Por el contrario, 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.

También se considera 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 el caso de Agunsa, sus riesgos están relacionados principalmente con la competencia que enfrenta por parte de otros operadores de servicios portuarios, la elevada concentración de sus ingresos en algunos 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.

Respecto de CMC, sus riesgos provienen del negocio de fletamiento, donde, si bien las tarifas de arriendo están fijadas por contrato, es necesario seguir con atención la solvencia de los arrendatarios, en este caso Enap (clasificado en Baa3 en escala global) y Maersk (clasificado Baa a escala global) (que adquirió Hamburg Süd, y representa la principal compañía naviera del mundo en términos de participación de mercado, según Alphaliner); además, en el caso de las naves arrendadas a Enap y desde una perspectiva de largo plazo, persiste el riesgo de renovación de los contratos, dada la estructura de amortización de la deuda, en que existe un pago tipo *balloon* al término del mismo.

GEN es la sociedad matriz de las sociedades Compañía Marítima Chilena S.A. (CMC, continuadora de CCNI, dedicada al negocio armatorial), Agencias Universales S.A. (Agunsa, orientada al agenciamiento naviero, actividades de logística de distribución y participación en concesión de aeropuertos y puertos), Portuaria Cabo Froward S.A. (Froward, administración de puertos) y Talcahuano Terminal Portuario S.A. (TTP, puerto). Además participa, directamente, en las sociedades Antofagasta Terminal Internacional S.A. y Terminal Puerto Arica S.A.² Indirectamente, a través de Agunsa, tiene presencia en las concesiones de los aeropuertos de Calama, La Serena y Punta Arenas y, a través de sus filiales, en otras sociedades, tanto nacionales como extranjeras (algunas constituidas sólo como vehículos de inversión). Adicionalmente, la compañía cuenta con las filiales armadoras Angol y Arauco Navigation Ltd., cada una de ellas propietaria de una nave porta contenedores de 9.000 TEU. Asimismo, durante 2017, la compañía, a través de su filial CMC, concretó la adquisición de dos naves tanqueras (Brío y Pioneros).

Entre enero y junio de 2018, **GEN** presentó ingresos consolidados por US\$ 324,9 millones y un EBITDA de US\$ 70,1 millones. Los ingresos aumentaron un 19,03%, respecto del mismo período de 2017, principalmente por un incremento en los segmentos de agenciamiento (25,99%) y concesiones (46,96%).

Por su parte, el EBITDA de la compañía, en términos consolidados, fue de US\$ 70,1 millones, lo que representa un incremento de 18,2%, respecto del mismo período de 2017. Este aumento se origina por mayores ganancias brutas en los segmentos de concesione y operación de puertos.

Así, los segmentos con mayor contribución a los ingresos de **GEN** están compuestos en 32,4% por el negocio de logística (34,7% a junio de 2017), 30,7% por el negocio de agenciamiento (29,0% a junio de 2017), 14,8% por el negocio armador (17,4% a junio de 2017), 13,6% por el negocio de concesiones (11,0% a junio de 2017) y 8,5% por el negocio de operación de puertos marítimos (que representaba un 7,8% de los ingresos de **GEN** a junio de 2017).

A la misma fecha, la deuda financiera consolidada alcanzaba los US\$ 580,2 millones (de los cuales US\$ 73,8 millones corresponden a las obligaciones financieras por parte de **GEN**), con un patrimonio total de US\$ 475,2 millones.

En los seis primeros meses de 2018, sus principales filiales, CMC, Agunsa y Cabo Froward, tuvieron ingresos por US\$ 35,7 millones, US\$ 247,3 millones y US\$ 27,6 millones, respectivamente. La deuda financiera consolidada a junio de 2018, asciende a US\$ 580,2 millones, y corresponde en 13,5% a CMC, 22,7% a obligaciones de Agunsa, 8,3% a Arauco Navigation, 7,8% a Angol Navigation, 2,5% a Cabo Froward, 2,7% a TTP y 12,7% a la deuda financiera de la matriz.

La relación deuda financiera sobre EBITDA pasó desde 2,9 veces en diciembre de 2014, a 4,7 veces en diciembre de 2017 y 4,2 veces en junio de 2018. Sin embargo, excluyendo el endeudamiento y EBITDA asociado al negocio de fletamiento de naves, este indicador es cercano

² Con fecha 7 de mayo de 2018, **GEN** suscribió una promesa de compraventa respecto de la totalidad de su participación en esta sociedad, equivalente a un 25% de su capital. La materialización de esta operación quedó supeditada a una serie de condiciones suspensivas, entre ellas, la aprobación de la transacción por parte de la Fiscalía Nacional Económica.

a 3,2 veces. Asimismo, la relación deuda financiera sobre FCLP subió desde 5,1 veces en diciembre de 2014, a 5,7 veces a junio de 2018.

Durante 2017 la participación de **GEN** en la propiedad de Froward aumentó desde 66 a 91,9%; en CMC se incrementó desde 74,4 a 83,2%, en AGUNSA pasó desde 69,83 a 81,1%; en tanto que la matriz se desprendió de su participación en ITI.

Resumen instrumentos clasificados:

Tipo de Instrumento	Nemotécnico	Clasificación
Acciones	NAVIERA	Primera Clase Nivel 3
Línea de bonos		BBB+
Bonos	BNAVI-A	BBB+

Contacto en **Humphreys**:

Ignacio Quiroz L. / Carlos García B.

Teléfono: 56 – 22433 5200

E-mail: ignacio.quiroz@humphreys.cl / carlos.garcia@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".