



ISSUER RATING

Long-term Rating

Tendencia: Estable

Fecha de primer rating: 06/07/2016

Fecha de revisión: 24/05/2023

Contactos

Senior Associate

Paula Faundez Lalana

paula.faundez@ethifinance.com

Chief Rating Officer

Guillermo Cruz Martínez

guillermo.cruz@ethifinance.com

Rating action y rationale

- EthiFinance Ratings afirma la calificación de Empresa Naviera Elcano en “BB+”, manteniendo la tendencia Estable.
- El rating asignado al Grupo se apoya en una industria con márgenes estables (salvo situaciones extraordinarias como la pandemia) y con elevadas barreras de entrada al estar sujeto el sector a regulación y ser necesarias fuertes inversiones. Además, la compañía cuenta con un accionariado estable y una gestión que ha permitido desarrollar relaciones a largo plazo con sus clientes acompañado de una política financiera conservadora que se ve reflejada en un ratio de solvencia en valores favorables (Patrimonio Neto/Deuda Financiera Total -90%).
- Por otro lado, la calificación otorgada se ve afectada por el elevado riesgo del sector en términos de ESG, un flujo de caja operativo limitado para cubrir la financiación necesaria para atender las fuertes inversiones en flota y un ratio de cobertura de intereses ajustado (EBITDA/intereses <4,0x en promedio).
- En línea con nuestra nueva metodología, el sector transporte presenta un riesgo alto en términos de ESG (sector *heatmap score* entre 4 y 5) dado su impacto en el medio ambiente y necesita transformarse. Esta valoración tiene como resultado un análisis sectorial que se ve rebajado en una categoría. Las políticas ESG de la compañía se consideran neutras (ESG score de la compañía entre 1 y 4), resultando en una calificación que no se ve afectada por el perfil ESG a nivel de compañía.

Descripción

Constituida en 1943 como constructora naval y empresa naviera, Empresa Naviera Elcano y sus sociedades dependientes (ENE, Elcano o el grupo en adelante) forman un grupo dedicado al transporte marítimo internacional de materias primas a granel. La actividad la desarrollan mayoritariamente mediante su propia flota y de forma adicional a través de flota de terceros contratados por tiempo o por viaje. Entre las materias primas transportadas destacan el crudo y sus derivados, además de otros productos químicos dentro de cargas líquidas; hierro, carbón o bauxita en cuanto a carga seca, y tanto gas natural licuado (GNL) como otros gases licuados derivados del petróleo (GLP) en carga de gas. A cierre del ejercicio 2022, la compañía presentó una cifra de negocio de \$974,9M (+7,4% respecto a 2021), con un EBITDA de \$81,8M (margen 8,4%), registrando un ratio de DFN/EBITDA de 4,3x.

Fundamentos

Perfil de negocio

Análisis del sector

- El sector del transporte marítimo se caracteriza por su elevada madurez, ciclicidad y elevadas barreras de entrada. El sector del transporte marítimo es un sector maduro, que está asociado al ciclo económico, y que mantiene elevadas barreras de entrada al ser intensivo en capital. Las altas inversiones en buques y la fuerte relación comercial para mantener contratos a largo plazo con clientes de primer nivel hace que la entrada de nuevos competidores sea reducida. El sector es altamente competitivo en precio, con unos márgenes reducidos a nivel de Ebit que se ven presionados debido a las alianzas estratégicas generadas en los últimos años. El sector del transporte marítimo está afectado por cuestiones geopolíticas que limitan el transporte entre determinados países, por normativa ambiental, así como por la volatilidad del precio y disponibilidad de las materias primas a transportar.
- El sector tiene una exposición ESG alta. En línea con nuestra nueva metodología, el sector transporte presenta un riesgo alto en términos de ESG (sector *heatmap* entre 4,0 y 5,0) dado su impacto en el medio ambiente. Los riesgos relacionados con ESG en las empresas del sector y los impactos en los factores sociales,

ambientales y en stakeholders ya son materiales y afectan la estabilidad o los fundamentos del sector (aumento de las inversiones y costes para cumplir con una regulación cada vez más exigente) Las empresas del sector necesitan transformar sus operaciones o, de lo contrario, enfrentan riesgos significativos en el corto y medio plazo. Esta valoración tiene como resultado un análisis sectorial que se ve rebajado en una categoría.

Posicionamiento competitivo

- **Player de tamaño intermedio con un posicionamiento consolidado a nivel internacional.** El grupo, que lleva operando en el sector desde 1943 opera internacionalmente, existiendo una gran diversidad de compañías compitiendo en calidad de servicio. Como principales ventajas competitivas, cabe destacar que el grupo presenta un elevado conocimiento del sector donde ha operado durante 80 años y mantiene una relación estable y recurrente con sus clientes que valoran la calidad de sus servicios, cumpliendo en plazo y calidad sus compromisos contractuales. Si bien el grupo mantiene un posicionamiento destacado a nivel nacional, internacionalmente se posiciona como *player* de tamaño intermedio. No obstante, cabe destacar su posicionamiento en Brasil ya que Elcano Brasil es la primera compañía brasileña en carga seca, mientras que se posiciona en segundo lugar en carga líquida, tras la naviera Transpetro (compañía pública).
- **Diversificación de cliente limitada por el tipo de negocio y flota disponible.** Puesto que la compañía realiza una actividad de nicho, con numerosos competidores y clientes limitado y contratos firmados en su mayoría a largo plazo, la capacidad de diversificar su cartera de clientes es limitada. Si atendemos a la distribución de ingresos netos, el principal cliente supuso un 28% de los ingresos netos de 2022 y el top-5 un 68,3%. No obstante, se trata de grupos petroquímicos, gasísticos y minero-siderúrgicos de primer nivel. En cuanto a tipos de carga, el 63% del margen directo provino de carga seca y un 37% de carga líquida.

Gobierno corporativo

- **Estabilidad en el accionariado tras su privatización en 1997.** La sociedad Empresa Naviera Elcano está participada en un 58,23% por Grupo Nosa Terra 21, S.A., en un 20,25% por Abanca Corporación Industrial y Empresarial S.L.U, en un 15% por Naviera Murueta S.A. y un 6,52% por accionistas minoritarios. Su principal accionariado se mantiene sin variaciones significativas desde su privatización en 1997.
- **Experimentado equipo gestor que apuesta por una política financiera prudente.** El *management* de la compañía presenta una extensa trayectoria en el grupo y la industria, característica que apoya la buena valoración en cuanto a la toma de decisiones. Adicionalmente se ve reforzado por una política financiera prudente que se ve reflejada en unos ratios de solvencia favorables. A futuro, bajo la premisa de mantener una estructura financiera balanceada, el plan estratégico del grupo se centra en servicios de transporte marítimo internacional de productos energéticos de mayor margen y en mercados geográficos protegidos.
- **Neutra política ESG.** Atendiendo a los datos ESG analizados y una vez aplicada la nueva metodología, desde EthiFinance Ratings se valoran las políticas ESG de Empresa Naviera Elcano como neutras (ESG score de la compañía entre 1 y 4). Como resultado, el rating de la compañía no se ve afectado por este driver.

Perfil financiero

Flujo de caja y endeudamiento.

- **Negocio altamente exigente en términos de inversión que requiere de relevantes niveles de deuda financiera.** A pesar de los elevados requerimientos de *capex* asociados a la actividad, el endeudamiento se mantiene en niveles controlados. La mayor parte de la deuda financiera se encuentra concentrada en el largo plazo (71%), manteniendo además garantía hipotecaria sobre los buques propios del grupo, considerándose que tanto el volumen como la estructura de la deuda es manejable dado el nivel de resultados asociados a los contratos a largo plazo. En este sentido, el apalancamiento financiero, en términos de DFN/EBITDA, se situó a cierre de año en 4,3x. Por otra parte, la recurrencia en la generación de caja dado el elevado porcentaje en contratos a largo plazo y el acceso a los

mercados financieros hacen prever un escenario financiero favorable. A pesar de ello, la cobertura de intereses se mantuvo en niveles ajustados (EBITDA/intereses 3,3x) en base a unos gastos financieros relativamente elevados como consecuencia del coste de la financiación a largo plazo que cubre las inversiones en la flota.

- **Adecuada gestión del riesgo de cobro.** Cartera de clientes de reconocido prestigio y solventes para los que desarrollan una actividad de elevado valor añadido. Empresa Naviera Elcano mantiene una política prudente de cobro a sus clientes mediante el cobro anticipado de los servicios prestados en la mayoría de los contratos ofrecidos. Según el tipo de contrato, el cobro se realiza el mes anterior a la prestación del servicio o, en el caso de contratos por carga ("*Contract of Affreightment*") o a corto plazo ("*Voyage Charter*" o spot), antes de entregar la mercancía en el puerto de destino. El único contrato que no se cobra anticipadamente es el del transporte de crudo brasileño, estando el riesgo de cobro mitigado ya que es el armador del buque, ajeno a Elcano, quien asume este riesgo.
- **Generación de caja estable y recurrente derivada de los contratos a largo plazo.** El 95% de la flota en 2022 atendió contratos a medio y largo plazo. En 2022 recibieron dos nuevos buques para atender nuevos contratos con vencimiento en 2042. La duración media estimada de la cartera de contratos era de 8 años, por lo que no se prevén fuertes desviaciones en cuanto a facturación y generación de caja operativa asociadas.

Solvencia

- **Favorable nivel de solvencia.** La compañía opera una estructura financiera con unos niveles de autonomía financiera adecuados (ratio de PN/DFT del 86,2% a cierre de 2022). El grupo cuenta con la capacidad de generar fondos de manera recurrente que sumados a una política de *pay-out* muy conservadora (\$5,8M distribuidos desde 2017) ha supuesto el refuerzo de los niveles de fondos propios a lo largo de los últimos años.

Liquidez

- **Liquidez adecuada para afrontar sus inversiones y obligaciones financieras, contando con fuentes de financiación diversificadas.** Naviera Elcano cuenta con las suficientes palancas de cara a no presentar tensiones de liquidez en el corto plazo. La generación de caja estable y recurrente, unido al elevado nivel de tesorería y al fácil acceso de la compañía a los mercados financieros hacen prever que la compañía pueda atender sus compromisos de deuda en el corto / medio plazo.

Modificadores

Factores ESG

- **El grupo no presenta ninguna controversia.** Nuestra evaluación de controversias determina que no hay noticias o eventos que constituyan un problema real que apunten a una debilidad en las operaciones u organización de Naviera Elcano y que requieran seguimiento.

Riesgo país

- **No se ha determinado que exista un riesgo país condicionante.** No obstante, debe destacarse que el 56% del margen directo proviene de Brasil y un 6% de Argentina. Dada la naturaleza de los productos transportados (gas, crudo, minerales, productos químicos...), se trata de una actividad clave en la que Empresa Naviera Elcano realiza operaciones únicamente con grupos internacionales de primer nivel y elevada solvencia, aspecto que mitiga en alto grado un potencial riesgo país.

Resumen de la información financiera

Principales magnitudes financieras. Miles de \$				
	2020	2021	2022	22vs21
Facturación	1.125.700	907.532	974.902	7,4%
EBITDA	80.221	73.967	81.835	10,6%
Margen EBITDA	7,1%	8,2%	8,4%	0,2pp
EBIT	37.333	23.240	32.018	37,8%
Margen EBIT	3,3%	2,6%	3,3%	0,7pp
EBT	1.549	10.052	13.500	34,3%
Total Activo	940.699	928.645	1.085.683	16,9%
Patrimonio Neto	350.660	355.890	384.511	8,0%
Deuda Financiera Total	435.536	459.853	445.932	-3,0%
Deuda Financiera Neta	303.220	327.918	353.180	7,7%
PN/DFT	80,5%	77,4%	86,2%	8,8pp
DFN/EBITDA	3,8x	4,4x	4,3x	-0,1x
Funds From Operations	33.758	49.146	57.331	16,7%
FFO/DFN	11,1%	15,0%	16,2%	1,2pp
EBITDA/Intereses	3,5x	3,3x	3,3x	0,0x

Análisis de sensibilidad

Factores que pudieran (individual o colectivamente) impactar en el rating:

- Factores positivos (↑).

A pesar de que desde EthiFinance Ratings no se prevé en el corto plazo un *upgrade* de la calificación, la continuada consecución en los próximos años de los siguientes aspectos podría ayudar a una mejora del rating en el medio plazo. Mejora de la rentabilidad (margen EBITDA superior al 12%), aumento del cobertura de intereses (EBITDA/intereses >5,0x), mejora del ratio FFO/DFN por encima del 20%, reducción del endeudamiento (DFN/EBITDA<3,5x), consecución de las proyecciones financieras aportadas.

- Factores negativos (↓).

Pérdida de contratos a largo plazo, deterioro de los márgenes (margen EBITDA <7%), incremento significativo del endeudamiento (DFN/EBITDA>5,5x), deterioro de los ratios FFO/NFD (<10%) y PN/DFT (<70%). Deterioro de la flota con impacto en la operativa habitual o de las métricas ESG.

Credit Rating

Credit Rating	
Perfil Negocio	BB+
Análisis Sectorial	BB+
Ajuste ESG	Si
Posicionamiento Competitivo	BB+
Gobierno Corporativo	BBB+
Perfil Financiero	BB
Cash flow y endeudamiento	BB-
Solvencia	BBB-
ESG Compañía	Neutro
Anchor Rating	BB+
Modificadores	-
Rating	BB+

Información regulatoria

Fuentes de información

La calificación de crédito emitida en este informe ha sido realizada de manera solicitada por parte del ente calificado, participando éste en el proceso. La misma se basa tanto en información privada como pública. Las principales fuentes utilizadas son:

- Cuentas anuales.
- Página web corporativa.
- Información publicada por los Boletines Oficiales.
- Rating book facilitado por la compañía.

La información ha sido exhaustivamente revisada para asegurar plausibilidad y coherencia, considerándose satisfactoria. No obstante, EthiFinance Ratings no asume ninguna responsabilidad sobre la veracidad de la información y de las conclusiones deducidas sobre la misma.

Información adicional

- La calificación ha sido realizada de acuerdo al Reglamento (CE) N° 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de septiembre de 2009 sobre las agencias de calificación crediticia y en concordancia con la Metodología Corporate Rating y Metodología de Perspectivas que puede consultarse en <https://www.ethifinance.com/es/calificaciones/methodologies>; y bajo la Escala Corporate largo plazo disponible en <https://www.ethifinance.com/es/calificaciones/ratingScale>
- EthiFinance Ratings publica los datos sobre las tasas históricas de incumplimiento de las categorías de calificación, que se alojan en el repositorio central de estadísticas CEREP, del regulador European Securities and Markets Authority (ESMA).
- De acuerdo con lo estipulado en el Artículo 6, apartado 2, en relación con el anexo I, sección B, punto 4, del Reglamento (CE) N° 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de septiembre de 2009, se informa que en el transcurso de los últimos 12 meses EthiFinance Ratings no ha prestado servicios auxiliares a la entidad calificada ni a terceros vinculados.
- El rating otorgado ha sido notificado a la entidad calificada, no siendo modificado desde entonces.

Condiciones de uso de este documento y su contenido:

Para todo tipo de Calificaciones Crediticias que emita ETHIFINANCE RATINGS, S.L. (la "AGENCIA"), el Usuario no podrá, ni por sí mismo ni a través de terceros, transferir, subarrendar, sublicenciar, vender, extraer, reutilizar o disponer de cualquier otra forma del contenido de este Documento a un tercero, ya sea a título gratuito u oneroso.

A los efectos de las presentes Condiciones de Uso, se considerará Usuario a todo cliente que pueda haber suscrito un producto y/o un servicio que le permita disponer del contenido de este Documento, así como a toda persona privilegiada que pueda acceder al contenido de este Documento a través de <https://www.ethifinance.com/>.

El usuario tampoco podrá alterar, transformar o distorsionar la información proporcionada de ninguna manera. Asimismo, no podrá copiar y/o duplicar la información, ni crear archivos que contengan la información del Documento, ni en su totalidad ni parcialmente.

El Documento y su código fuente, cualquiera que sea su tipología, se considerará elaboración, creación u obra de la AGENCIA y estará sujeto a la protección de la normativa sobre derechos de propiedad intelectual. Para los usos permitidos de este Documento, el Usuario se obliga a no permitir la supresión del copyright de la AGENCIA, la fecha de emisión del Documento, la razón social establecida por la AGENCIA, así como el logotipo, las marcas y cualquier otro signo distintivo que sea representativo de la AGENCIA y de sus derechos sobre el Documento.

El Usuario acepta las condiciones de Uso de este Documento y queda sujeto a estas disposiciones desde la primera vez que se le facilite este Documento, independientemente de la forma en que se le facilite el mismo. El Documento y su contenido no podrán ser utilizados con fines ilícitos o distintos a los autorizados por la AGENCIA. El Usuario informará a la AGENCIA de cualquier uso no autorizado del Documento y/o de su contenido que se ponga de manifiesto. El Usuario responderá frente a la AGENCIA por sí mismo y por sus empleados y/o por cualquier otro tercero al que se le haya facilitado o haya tenido acceso al Documento y/o a su contenido en caso de daños y perjuicios que se deriven del incumplimiento de las obligaciones que el Usuario declaró haber leído, aceptado y comprendido al recibir el Documento, sin perjuicio de las demás acciones legales que la AGENCIA pueda ejercer en defensa de sus legítimos derechos e intereses.

El Documento se facilita bajo la aceptación de que la AGENCIA no es responsable de la interpretación que el Usuario pueda hacer de la información contenida. Los análisis crediticios incluidos en el Documento, así como las calificaciones y declaraciones, deben considerarse como opiniones válidas en la fecha de emisión de los informes y no como declaraciones de hecho o recomendaciones para comprar, mantener o vender cualquier valor o para tomar cualquier decisión de inversión. Las calificaciones crediticias y las perspectivas de calificación crediticia emitidas por la AGENCIA se consideran una opinión propia, por lo que se recomienda que el Usuario la tome como base limitada para cualquier propósito para el que pretenda utilizar la información. Los análisis no abordan la idoneidad de ningún valor. La AGENCIA no actúa como fiduciaria ni como asesora de inversiones, por lo que el contenido del Documento no debe ser utilizado como sustituto de los conocimientos, criterios, juicios o experiencia del Usuario, su Dirección, empleados, asesores y/o clientes para la toma de decisiones de inversión. La AGENCIA dedica todos sus esfuerzos a garantizar que la información suministrada sea precisa y fiable. No obstante, dado que la información se elabora en base a datos suministrados por fuentes que pueden estar fuera del control de la AGENCIA, y cuya verificación y comparación no siempre es posible, la AGENCIA, sus filiales, y sus directores, accionistas, empleados, analistas y agentes no tendrán responsabilidad alguna (incluyendo, sin limitación alguna, pérdida de ingresos y costes de oportunidad, pérdida de negocio o daños a la reputación o cualquier otro coste) por cualquier inexactitud, error, falta de correspondencia, integridad u omisión de datos e información utilizados en la elaboración del Documento o en relación con cualquier uso de su contenido, incluso en el caso de haber sido advertida de los posibles daños. La AGENCIA no realiza auditorías ni asume la obligación de verificar las fuentes de información independientes sobre las que se elaboran las calificaciones.

Por lo tanto, el Usuario acepta que la información proporcionada por la AGENCIA puede ser un elemento más a tener en cuenta a la hora de tomar decisiones empresariales, pero no se tomarán decisiones basándose únicamente en ella; siendo así, la AGENCIA no se hace responsable de la falta de idoneidad. Asimismo, la utilización de la información ante juzgados y/o tribunales, administraciones públicas, o cualquier otro organismo público o tercero privado por cualquier motivo, será responsabilidad exclusiva del Usuario y la AGENCIA no responderá de ninguna responsabilidad por la inadecuación de los contenidos de la información.

La información sobre las personas físicas que pueda aparecer en este documento es única y exclusivamente relevante para sus negocios o actividades empresariales, sin referencia a la esfera de su vida privada, por lo que puede ser considerada. Los datos personales que puedan aparecer en este documento son tratados de acuerdo con el Reglamento (UE) 679/2016, relativo a la protección de las personas físicas en lo que respecta al tratamiento de datos personales y a la libre circulación de estos datos y demás normativa aplicable. Aquellos interesados que deseen ejercer los derechos que les asisten pueden encontrar más información en el enlace: <https://www.ethifinance.com/> en la página de Política de Privacidad o contactar con nuestro Delegado de Protección de Datos en el correo dpo@ethifinance.com.

Copyright © 2023 ETHIFINANCE RATINGS, S.L. Todos los derechos reservados.

C/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid - España.