

ISSUER RATING
Long termOUTLOOK
StableInitiation date 06/07/2016
Rating Date 24/05/2024

Contacts

Lead analyst

Paula Faundez
paula.faundez@ethifinance.com

Committee chair

Guillermo Cruz Martinez
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 ser un sector altamente regulado y ser necesarias fuertes inversiones. Además, la compañía cuenta con un tamaño apropiado a nivel de industria y una posición competitiva consolidada. El grupo mantiene un accionariado estable y con una política de gestión conservadora que se ve reflejado en un ratio de capitalización favorable (PN/DFT >80% en promedio).
- Por otro lado, la calificación otorgada se ve condicionado por un modesto ratio FFO/DFN (por debajo de 20% en promedio) y especialmente una limitada cobertura de intereses (EBITDA/intereses <4x en promedio). Además, el sector transporte es de elevado riesgo en términos de ESG, lo que también afecta a la calificación.
- En línea con nuestra 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 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 1,5 y 3,5), resultando en una calificación que no se ve afectada por el perfil ESG a nivel de compañía.

Descripción de la Compañía

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. En el ejercicio 2023, el grupo reportó unos ingresos de \$1.072,4m (+10% respecto a 2022), con un EBITDA de \$62,6m (margen 5,8%), registrando un ratio de DFN/EBITDA de 6,8x.

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. A futuro, se espera que la evolución de la industria siga vinculada al entorno macroeconómico.

- El sector tiene una exposición ESG alta.**

En línea con nuestra 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. Esta valoración tiene como resultado un análisis sectorial que se ve rebajado en una categoría. En cuanto a los factores medioambientales, el sector tiene un gran impacto en el clima, ya que las emisiones de gases de efecto invernadero son significativas. Además de los GEI, el sector produce contaminación con otras emisiones. No obstante, salvo vertidos accidentales, su impacto sobre la biodiversidad es bajo. Presenta un alto impacto sobre los proveedores, vinculado a las preocupaciones de subcontratación, ya que la industria es mundial, y sobre los clientes, ya que los problemas de calidad afectan a la industria de forma significativa.

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.**

La capacidad de diversificar su cartera de clientes está limitada al crecimiento de la flota y, por lo tanto, a la capacidad de la compañía de asumir las inversiones necesarias, al operar con contratos firmados en su mayoría a largo plazo. Si atendemos a la distribución de ingresos netos, el principal cliente supuso un 27% de los ingresos netos de 2023 y el top-5 un 71,5%. No obstante, se trata de grupos petroquímicos, gasísticos y minero-siderúrgicos de primer nivel 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 en el caso de los contratos de Time Charter en el mes anterior a la prestación del servicio, mientras que 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 servicio de transporte de crudo brasileño, realizado con buques tomados por terceros, se cobra finalizado el servicio, momento en el que se realiza, a su vez, el pago al armador del buque. El 91% de la flota en 2023 atendió contratos a medio y largo plazo, Time Charter y COA, y en 2024 tan sólo queda un buque que trabaje bajo contrato spot. La duración media estimada de la cartera de contratos era de 8,6 años. En cuanto a tipos de carga, el margen directo provino principalmente de carga seca.

Estructura Accionarial y Gobernanza

- **Accionariado estable que ha mostrado su apoyo al grupo.**

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 Bancaria S.A, 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. En julio 2023, tras no refinanciar completamente la emisión de los bonos de 2018, el accionista mayoritario apoyó al grupo mediante la concesión de un préstamo de €14m lo que ayudó a Elcano a afrontar las inversiones y obligaciones financieras.

- **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 1,5 y 3,5). Como resultado, el rating de la compañía no se ve afectado por este driver.

Perfil Financiero

Ventas y Rentabilidad

- **Ejercicio impactado por las varadas que afectaron a la mitad de la flota, por efecto de la guerra entre Rusia y Ucrania y por la evolución del mercado spot.**

Durante el ejercicio 2023 Elcano vio un incremento del 10% de su facturación hasta un total de \$1.072,4m, gracias al aumento de ingresos de carga líquida (+15,5% YoY), que representaron un 74,5% de la facturación total. No obstante, durante el ejercicio se han tenido que realizar la varada de once de los veintidós buques del grupo. El número de varadas además del hecho de que incluye la varada de tres buques gaseros, que implican una parada más larga y costosa, ha impactado en la rentabilidad del grupo. Además, la guerra entre Rusia y Ucrania ha producido desvíos de rutas que han provocado la reubicación de las varadas, implicando un sobrecoste y retrasos. Esto unido a la negativa evolución del mercado spot en el que el grupo mantenía tres buques a cierre 2023, ha lastrado los resultados del grupo, reduciendo el EBITDA un 23,6% hasta \$62,6m. Después del EBITDA, hubo un incremento de los gastos financieros, impacto por devaluación del dólar (moneda operativa del grupo) frente al euro y del peso argentino frente al dólar, y el registro del deterioro del valor contable de dos buques vendidos en 2024 lo que condujo a unas pérdidas antes de impuestos de \$44,1m (beneficio de \$13,5m en 2022). A futuro, desde EthiFinance Ratings se espera una recuperación en las rentabilidades operativas del grupo (EBITDA ~8-9%) en base a los contratos a largo plazo que sustentan el negocio, un menor número de varadas en 2024 y la menor exposición al mercado spot.

Endeudamiento y Cobertura

- **Incremento del endeudamiento y cobertura de intereses debilitada.**

La deuda financiera neta aumentó un 19,8% hasta \$423,3m que junto a la caída del EBITDA produjo un incremento del ratio DFN/EBITDA de 4,3x a 6,8x. Todo ello unido a un aumento del coste financiero redujo la cobertura de intereses de 3,3x en 2022 a 2,0x, dejándola en niveles muy ajustados. A pesar de ello, se espera que mejoren en el próximo ejercicio, tras la finalización de varadas y la venta de dos buques en spot. Debe tomarse en consideración el impacto de las condiciones de mercado en la nueva financiación con un, coste financiero muy superior a las emisiones anteriores (bono emitido con un cupón del 8,75% vs, 4,875% de 2021).

La emisión de bonos de 2023 fue de menor importe a la emisión que cancelaba (€20m vs €50m), a un coste superior (cupón del 8,75% vs 5,5% en 2018 y 4,875% en 2021), consecuencia de la subida de los tipos de interés de mercado desde 2022, y por un plazo menor (4 años vs 5 años), ajustándose al entorno de mercado que demandaba deuda a plazos más cortos.

Análisis de Flujo de Caja

- **Negocio que exige elevadas inversiones y que ha drenado liquidez debido en gran parte a las once varadas realizadas durante el ejercicio.**

Si bien la generación de caja operativa es recurrente y predecible dados los contratos a largo plazo, en el ejercicio 2023 se han concentrado once varadas lo que ha afectado tanto a CFO como a unas necesidades de capex superiores. Así, el CFO (\$12,3m), afectado por los periodos de paralización de los buques, fue insuficiente para cubrir las necesidades de capex, en las que se incluyen varadas por \$104,1m. Además, la compañía tuvo que afrontar el vencimiento de bonos (salida de \$55,3m) y otras deudas financieras (\$63,7m) por lo que realizó una nueva emisión de bonos, firmó nuevos préstamos bancarios, un préstamo con su accionista mayoritario y drenó liquidez por \$35,7m.

Capitalización

- **Ratio de capitalización sólido.**

La compañía opera una estructura financiera con unos niveles de autonomía financiera adecuados aunque se han debilitado en 2023 por las pérdidas del ejercicio y el mayor endeudamiento (PN/DFT 71,3% vs 86,2% en 2022). Puesto que este año ha sido inusual, con varios factores que han coincidido en el ejercicio, consideramos que su ratio promedio, incluyendo los datos históricos y las proyecciones facilitadas por el grupo (basadas en sus contratos a largo plazo y venta de los buques destinados a mercado spot), es favorable.

Liquidez

- **Liquidez apropiada a pesar de ser una actividad que demanda fuertes niveles de capital.**

En 2023 hubo una reducción de la liquidez del 39,2% hasta una tesorería total de \$56,4m (incluye \$3,3m en IPF a corto plazo). A pesar de esta bajada, se espera una recuperación de la generación de caja en 2024, con la vuelta a actividad de la flota, tan sólo 4 varadas y la venta de buques spot, lo que junto a la tesorería y líneas disponibles hacen prever que la compañía pueda atender sus compromisos de deuda a corto-medio plazo. El grupo está explorando nuevas fuentes de financiación a mayor plazo y mejores condiciones para mejorar su perfil de amortización y su coste.

Modificadores

Controversias

- **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 más de la mitad del margen directo proviene de Brasil y 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.

Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes. Miles de \$						
	FY22	FY23	FY24e ⁽¹⁾	FY25e ⁽¹⁾	FY26e ⁽¹⁾	23vs22
Facturación	974.902	1.072.384	995.172	998.158	1.002.151	10,0%
EBITDA	81.835	62.562	87.575	90.832	88.189	-23,6%
Margen EBITDA	8,4%	5,8%	8,8%	9,1%	8,8%	-2,6pp
EBIT	32.018	-5.427	30.303	37.258	32.776	-116,9%
Margen EBIT	3,3%	-0,5%	3,0%	3,7%	3,3%	-3,8pp
EBT	13.500	-44.085	633	12.768	13.744	-426,6%
Total Activo	1.085.683	998.430	913.095	863.613	752.959	-8,0%
Patrimonio Neto	384.511	342.244	342.700	351.892	361.788	-11,0%
Deuda Financiera Total	445.932	479.680	393.889	335.215	214.665	7,6%
Deuda Financiera Neta	353.180	423.250	342.004	292.256	148.337	19,8%
PN/DFT	86,2%	71,3%	87,0%	105,0%	168,5%	-14,9pp
DFN/EBITDA	4,3x	6,8x	3,9x	3,2x	1,7x	2,4x
Adj Funds From Operations	57.331	34.194	59.728	64.767	67.309	-40,4%
Adj FFO/DFN	16,2%	8,1%	17,5%	22,2%	45,4%	-8,2pp
EBITDA/Intereses	3,3x	2,0x	3,2x	4,1x	4,8x	-1,3x

⁽¹⁾ Proyecciones elaboradas por EthiFinance Ratings en base al plan de negocio del cliente

Credit Rating

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

Análisis Sensibilidad

- Factores positivos en el largo plazo (↑)

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 cobertura de intereses (EBITDA/intereses >5,0x en promedio), mejora del ratio FFO/DFN por encima del 25%, reducción del endeudamiento (DFN/EBITDA <3,0x en promedio), consecución de las proyecciones aportadas.

- Factores negativos en el largo plazo (↓)

Pérdida de contratos a largo plazo, continuación con las pérdidas operativas, deterioro de los ratios DFN/EBITDA (>4,5x en promedio), FFO/NFD (<15%) y PN/DFT (<70%). Deterioro de la flota con impacto en la operativa habitual o de las métricas ESG.

Sources of information

The credit rating assigned in this report has been requested by the rated entity, which has also taken part in the process. It is based on private information as well as public information. The main sources of information are:

1. Annual Audit Reports.
2. Corporate Website.
3. Information published in the Official Bulletins.
4. Rating book provided by the Company.

The information was thoroughly reviewed to ensure that it is valid and consistent, and is considered satisfactory. Nevertheless, EthiFinance Ratings assumes no responsibility for the accuracy of the information and the conclusions drawn from it.

Additional information

- The rating was carried out in accordance with Regulation (EC) N°1060/2009 of the European Parliament and the Council of 16 September 2009, on credit rating agencies. Principal methodology used in this research are :
 - Corporate Rating Methodology - Long Term : https://files.qivalio.net/documents/methodologies/CRA_190_V3_Corporate%20Methodology_2023-10-06.pdf
- The rating scale used in this report is available at <https://www.ethifinance.com/en/ratings/ratingScale>.
- EthiFinance Ratings publishes data on the historical default rates of the rating categories, which are located in the central statistics repository CEREP, of the European Securities and Markets Authority (ESMA).
- In accordance with Article 6 (2), in conjunction with Annex I, section B (4) of the Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009, it is reported that during the last 12 months EthiFinance Ratings has not provided ancillary services to the rated entity or its related third parties.
- The issued credit rating has been notified to the rated entity, and has not been modified since.

Conditions of Use for this document and its content:

For all types of Ratings that ETHIFINANCE RATINGS, S.L. (the "AGENCY") issues, the User may not, either by themselves or via third parties, transfer, sublease, sublicense, sell, extract, reuse, or dispose of in any other way the content of this Document to a third party, either for free or for consideration.

For the purpose of these Conditions of Use, any client who might have subscribed for a product and/or a service that allows him to be provided with the content of this Document as well as any privileged person who might access the content of this Document via www.ethifinance.com shall be considered as a User.

Nor may they alter, transform or distort the information provided in any way. In addition, the User will also not be permitted to copy and/or duplicate the information, nor create files which contain the information of the Document, either in its entirety or partially. The Document and its source code, regardless of the type, will be considered as the elaboration, creation, or work of the AGENCY and subject to the protection of intellectual property right regulation. For those uses of this Document which are permitted, the User is obliged to not allow the removal of the copyright of the AGENCY, the date of the Document's issuance, the business name as established by the AGENCY, as well as the logo, brands and any other distinctive symbol which is representative of the AGENCY and its rights over the Document. The User agrees to the conditions of Use of this Document and is subject to these provisions since the first time they are provided with this Document no matter how they are provided with the document. The Document and its content may not be used for any illicit purpose or any purpose other than those authorised by the AGENCY. The User will inform the AGENCY about any unauthorised use of the Document and/or its content that may become apparent. The User will be answerable to the AGENCY for itself and its employees and/or any other third party which has been given or has had access to the Document and/or its content in the case of damages which arise from the breach of obligations which the User declared to have read, accepted and understood upon receiving the Document, without prejudice to any other legal actions that the AGENCY may exercise in defence of its lawful rights and interests. The Document is provided on the acceptance that the AGENCY is not responsible for the interpretation that the User may make of the information contained. Credit analyses included in the Document, as well as the ratings and statements, are to be deemed as opinions valid on the date of issuance of the reports and not as statements of fact or recommendations to purchase, hold or sell any securities or to make any investment decision. The credit ratings and credit rating prospects issued by the AGENCY are consider to be its own opinion, so it is recommended that the User take it as a limited basis for any purpose that it intends to use the information for. The analyses do not address the suitability of any value. The AGENCY does not act as a fiduciary or an investment advisor, so the content of the Document should not be used as a substitute for knowledge, criteria, judgement or experience of the User, its Management, employees, advisors and/or clients in order to make investment decisions. The AGENCY will devote every effort to ensure that the information delivered is both accurate and reliable. Nonetheless, as the information is elaborated based on data supplied by sources which may be beyond the control of the AGENCY, and whose verification and comparison is not always possible, the AGENCY, its subsidiaries, and its directors, shareholders, employees, analysts and agents will not bare any responsibility whatsoever (including, without any limitations, loss of revenue or income and opportunity costs, loss of business or reputational damage or any other costs) for any inaccuracies, mistakes, noncorresponding information, incompleteness or omission of data and information used in the elaboration of the Document or in relation to any use of its content even should it have been warned of potential

damages. The AGENCY does not make audits nor assume the obligation of verifying independent sources of information upon which the ratings are elaborated. Information on natural persons that may appear in this document is solely and exclusively relevant to their business or business activities without reference to the sphere of their private life and should thus be considered. We would like to inform that the personal data that may appear in this document is treated in accordance with Regulation (EU) 679/2016, on the protection of natural persons with regard to the processing of personal data and the free movement of such data and other applicable legislation. Those interested parties who wish to exercise the rights that assist them can find more information in the link: <https://www.ethifinance.com/> in the Privacy Policy page or contact our Data Protection Officer in the mail dpo@ethifinance.com. Therefore the User agrees that information provided by the AGENCY may be another element to consider when making business decisions, but decisions will not be made based solely on it; that being the case the AGENCY will not be held responsible for the lack of suitability. In addition, the use of the information before courts and/or tribunals, public administrations, or any other public body or private third party for any reason shall be solely the User's responsibility and the AGENCY shall not be held responsible for any liabilities on the grounds of inappropriateness of the information's contents. Copyright © 2023 ETHIFINANCE RATINGS, S.L. All Rights Reserved. C/ Benjamín Franklin S/N, Edificio Camt, 1º Izquierda, 18100, Granada, España C/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid