

Considerando repercusión de bajos precios en resultados del emisor

Humphreys baja a BBB- la clasificación de los bonos de Vapores y la tendencia queda "En Observación"

Santiago, 7 de septiembre de 2011. **Humphreys** acordó modificar a la baja, desde "Categoría BBB+" a "Categoría BBB-", la clasificación de los bonos emitidos por **Compañía Sudamericana de Vapores** ("Vapores"). La tendencia se calificó "En Observación".

La disminución de la categoría de riesgo de los bonos emitidos por **Vapores** obedece al fuerte impacto negativo que ha provocado la reducción en la tarifas por transporte (24% desde septiembre de 2010) sobre el resultado operacional y final de la compañía durante el primer semestre del año en curso, incluso observándose en el segundo trimestre un menor desempeño contable en relación con el período enero-marzo. En efecto, durante el primer y segundo trimestre de 2011, la sociedad tuvo pérdidas finales de US\$ 182 millones y US\$ 337,2 millones, respectivamente; acumulando una pérdida por US\$ 519,1 millones, equivalente al 17,6% de sus ingresos de explotación para el mismo período.

A diferencia de la crisis vivida por la industria naviera a finales de 2008 y principio de 2009, en donde la reducción de los precios y la caída en la demanda por el servicio ocasionó pérdidas a los distintos operadores del sector, en la actualidad existen empresas navieras que –dada sus economías de escala, entre otros factores- han podido continuar entregando un servicio con superávit, al margen que su rentabilidad se hubiese resentido al compararse con el año 2010.

Las causas de los magros resultados de **Vapores** se explican por la sobrecapacidad de naves existentes en la industria en relación con la demanda por transporte naviero, situación que necesariamente presiona a la baja a las tarifas por fletes e impide que el incremento en el precio del petróleo -insumo relevante en términos de costo- pueda ser traspasado al valor de los servicios. Considerando la situación económica mundial, con bajas expectativas de crecimiento para los países desarrollados, y la entrada en operación de nuevas naves, en opinión de **Humphreys** se incrementa la incertidumbre respecto al plazo esperado para eliminar los excesos de oferta y, con ello, atenuar el principal factor que impide al emisor obtener resultados positivos.

En paralelo, se debe considerar que la sociedad está inmersa en un importante programa de inversión dentro de un mercado con una tendencia que tiende a consolidar la presencia de los grandes operadores y a la utilización de barcos de mayor tamaño. En este contexto, es importante considerar que **Humphreys** ha consignado en todos sus informes previos que "*los riesgos que implican en este negocio la adopción de políticas de crecimiento erradas son comparativamente mayores dado que la industria se caracteriza por alcanzar recurrentemente bajos niveles de rentabilidad operacional, incluso negativas en ciclos muy extremos. Esto abarca, entre otros elementos, políticas del número de naves y porcentaje de buques propios, y las rutas que una compañía naviera decidirá servir*"; siendo este un riesgo que puede o no materializarse y, si lo hace, puede presentar diversos niveles de severidad.

Sin perjuicio de lo anterior, la clasificación reconoce el fuerte compromiso de los accionistas de la sociedad, lo cual queda reflejado mediante los aumentos de capital que se han efectuado en el pasado, los créditos puentes que se han otorgado para apoyar la liquidez de la compañía y en el compromiso de suscribir futuras emisiones de acciones. En particular, la clasificación asignada valora los recientes anuncios sobre disponibilidad de líneas de crédito con sus controladores (Quiñenco S.A. y Marítima de Inversiones S.A.) por US\$ 350 millones y el aumento de capital por hasta US\$ 1.200 millones, recursos necesarios a la luz de la magnitud de las pérdidas

obtenidas y de los planes de inversión anunciados. A juicio de la clasificadora, el soporte de los controladores le permitiría al emisor acceder a la liquidez requerida para enfrentar los ciclos negativos que son recurrentes en la industria y que, producto de la volatilidad, se suceden con entornos altamente positivos; prueba de estos últimos es que, previo a las fuertes pérdidas exhibidas a la fecha, durante el 2010, en el trimestre junio a septiembre, se tuvo utilidades por US\$ 151 millones.

La clasificación de riesgo se mantiene "*En Observación*" en atención a que se espera verificar en la práctica el desarrollo de las medidas que está tomando o ha tomado la administración de la empresa para revertir sus resultados negativos, tanto aquellas de carácter más coyuntural (por ejemplo, cese de algunas rutas que generaban pérdidas y acuerdos de asociaciones con otras navieras), como las de tipo más estructurales (por ejemplo, aumento en la proporción de naves propias), esperándose que hacia el cuarto trimestre de 2011 los resultados tiendan a reflejar los efectos de dichas gestiones.

Es importante hacer notar, asimismo, que el anuncio del emisor de dividir la empresa en dos, enajenando Sudamericana Agencias Aéreas y Marítimas S.A. (SAAM, que entrega servicios marítimos a la nave y a la carga) implicará privar a **Vapores** de un importante estabilizador de flujos, por cuanto esta filial ha presentado en los últimos cuatro años un EBITDA promedio de US\$ 65,8 millones, versus -US\$ 120 millones consolidados para la matriz. A la luz de esta separación, resulta fundamental que se logre la estabilización del negocio de portacontenedores que está efectuando la empresa, por cuanto la nueva compañía sólo dispondrá de los resultados originados por el rubro de transporte marítimo de contenedores. En contraposición, se reconoce que la medida permitiría potenciar el desarrollo de SAAM, empresa que, de acuerdo con los términos del contrato de emisión de bonos, se mantendría como codeudor solidario de los títulos de deuda.

Importante es considerar que la clasificación de riesgo está referida a los títulos de deuda emitidos en el mercado local, los cuales al 30 de junio de 2011 tienen un valor nominal de US\$ 74,4 millones, de una deuda financiera que en total asciende a US\$ 889,3 millones de las cuales aproximadamente el 40% tiene vencimiento con posterioridad al último pago del cupón del bono.

Por otra parte, considerando la disminución en la solvencia de **Vapores**, la clasificación de las acciones se reduce a *Primera Clase Nivel 4*, con tendencia "*En Observación*".

Vapores, fundada en 1872, es una compañía orientada al transporte marítimo global, con importante presencia en las rutas entre Sudamérica y el resto del mundo, así como en otros mercados relevantes. En la actualidad, directamente o a través de sus filiales, participa en las distintas etapas del transporte marítimo, entre las que destacan las actividades de transporte, equipamiento portuario, operador portuario, agenciamiento, bodegaje, armadora y administradora de barcos, entre otros.

Durante el primer semestre de 2011 la empresa presentó ventas por US\$ 2.949,7 millones, una pérdida de -US\$ 513,4 millones, y un EBITDA de -US\$ 519 millones. En el año 2010 dichas cifras fueron de US\$ 5.452 millones, US\$ 182 millones y US\$ 278 millones, respectivamente.

Contacto en **Humphreys**:

Carlos Ebensperger H.

Teléfono: 562 - 433 5219

E-mail: carlos.ebensperger@humphreys.cl

 <http://twitter.com/HumphreysChile>

Clasificadora de Riesgo Humphreys

Isidora Goyenechea #3621 – Of. 1601 - Las Condes - Santiago - Chile

Fono (562) 433 5200– Fax (562) 433 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".