



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Cambio de Clasificación

Analista

Carlos Ebensperger H.

Tel. 56 – 2 – 433 52 00

carlos.ebensperger@humphreys.cl

Compañía Sud Americana
de Vapores S.A. (CSAV)

Diciembre 2011

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16°
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos Tendencia Clasificación anterior	BB <i>En Observación</i> BBB-
Acciones Tendencia Clasificación anterior	Segunda Clase <i>En Observación</i> Primera Clase Nivel 4
EEFF base	30 de septiembre 2011

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Bonos series A1 y A2	N° 274 de 12.10.2001

Estado de resultados consolidado IFRS				
MUS\$	2009	2010	Ene-Sep 2010	Ene-Sep 2011
Total ingresos	3.036.561	5.459.132	4.091.995	4.350.656
Costo de ventas	-3.486.750	-4.979.652	-3.690.445	-5.017.970
Gasto de administración	-246.176	-273.007	-187.280	-230.613
Resultado operacional	-696.365	206.473	213.696	-897.827
Costos financieros	-31.904	-42.570	-28.374	-31.933
Ganancia (Pérdida)	-549.798	188.678	188.678	-859.459
EBITDA	-652.300	278.006	261.508	-842.772

Estado de situación financiera clasificado consolidado IFRS			
MUS\$	31-12-2009	31-12-2010	30-09-2011
Activos corrientes	941.374	1.415.117	900.181
Activos no corrientes	1.230.210	1.803.042	2.146.045
Total de activos	2.171.584	3.218.159	3.046.226
Pasivos corrientes	1.012.215	957.667	1.094.730
Pasivos no corrientes	509.038	873.020	968.390
Total pasivos	1.521.253	1.830.687	2.063.120
Patrimonio	650.331	1.387.472	983.106
Total pasivos y patrimonio	2.171.584	3.218.159	3.046.226
Deuda financiera total	484.771	886.153	990.452

Estado de Resultados Consolidado PCGA					
MUS\$	2005	2006	2007	2008	2009
Ingresos de explotación	3.894.961	3.839.176	4.150.274	4.886.841	3.027.860
Costos de explotación	-3.366.506	-3.784.565	-3.784.340	-4.688.553	-3.357.844
Gastos de administración y ventas	-363.878	-290.859	-311.804	-331.799	-269.686
Resultado operacional	164.577	-236.248	54.130	-133.511	-599.670
Resultado fuera de explotación	2.215	158.175	99.853	121.520	-107.250
Gastos financieros	-35.223	-33.591	-38.024	-42.525	-33.709
Utilidad neta	132.303	-58.241	116.862	-38.617	-668.863
EBITDA	194.233	-201.828	93.318	-96.079	-557.996

Balance General Consolidado PCGA					
MUS\$	2005	2006	2007	2008	2009
Activos circulante	1.132.964	1.088.575	1.155.637	806.341	790.002
Activos fijo	272.086	278.252	323.807	614.613	664.771
Otros activos	405.228	334.475	462.013	441.389	497.001
Total activos	1.810.278	1.701.302	1.941.457	1.862.343	1.951.774
Pasivos circulantes	594.294	587.629	675.611	589.840	871.540
Pasivos a largo plazo	360.653	353.822	372.682	429.111	472.671
Patrimonio	28.317	11.638	13.323	19.087	16.922
Total pasivos	827.014	748.213	879.841	824.305	590.641
Deuda financiera	1.810.278	1.701.302	1.941.457	1.862.343	1.951.774

Opinión

Fundamento de la clasificación¹

Compañía Sudamericana de Vapores (CSAV), fundada en 1872, es una empresa orientada al transporte marítimo global, con importante presencia en las rutas entre Sudamérica y el resto del mundo, y 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, operación portuaria, agenciamiento, bodegaje, armaduría, arriendo de contenedores y administración de barcos, entre otros.

¹ Para mayores antecedentes ver informe de clasificación del 07.09.11 y comunicado del 16.12.11, en www.humphreys.cl.

Según la información al 30 de septiembre de 2011, la empresa presentaba activos por US\$ 3.046 millones, una deuda financiera por US\$ 990 millones y un patrimonio de US\$ 983 millones. Los ingresos y resultados del emisor son esencialmente variables, habiendo fluctuado los primeros entre US\$ 3.028 millones y US\$ 5.459 millones durante los últimos cinco años, mientras que en el mismo período el EBITDA varió entre un -21,5% y un 5,1% de las ventas. En los primeros nueve meses de 2011, la empresa presentó ingresos consolidados por US\$ 4.351 millones y una pérdida bruta y final del ejercicio por US\$ 667 millones y US\$ 859 millones, respectivamente, resultados que básicamente se explican por la baja en las tarifas del servicio de transporte de contenedores.

El cambio de clasificación, desde *Categoría BBB-* a *Categoría BB*, obedece a que en el corto plazo la sociedad emisora, producto de la división acordada, dejaría de controlar los flujos provenientes de su filial Sudamericana Agencias Aéreas y Marítimas S.A. (SAAM) y, además, la sociedad resultante no se constituiría como codeudora solidaria de los bonos de Vapores. En la actualidad **CSAV** controla SAAM en un 100%, empresa que en los últimos cuatro años ha exhibido un EBITDA que ha fluctuado entre los US\$ 60 millones y US\$ 80 millones, situación que siempre fue destacada por la clasificadora como una de las fortalezas del emisor.

La clasificación de los títulos de deuda se fundamenta, principalmente, en la capacidad exhibida por el emisor para soportar escenarios adversos, incluso en períodos de pérdidas. En el pasado, **CSAV** ha mostrado tanto su habilidad operativa para adaptarse a los cambios experimentados por la industria como compromiso de los controladores por fortalecer patrimonialmente a la sociedad. De esta forma, a los aportes de capital efectuados en el pasado, se suma el compromiso de realizar en el corto plazo un aumento de aproximadamente US\$ 1.200 millones.

Asimismo, la clasificación de los bonos reconoce que, en términos generales, la compañía se ha caracterizado por mantener una política de endeudamiento conservadora y un manejo adecuado de la liquidez, manteniendo montos elevados de disponible y equivalentes líquidos, con vencimientos anuales de deuda financiera que se ubican como máximo en torno a US\$ 70 millones para los próximos cinco años.

En una perspectiva de largo plazo, otro elemento considerado positivamente en la clasificación es la favorable perspectiva de crecimiento de la demanda por transporte marítimo de contenedores.

Dentro de los factores que afectan negativamente la clasificación de la empresa se encuentra la inestabilidad que muestra la industria naviera mundial, en particular el segmento que transporta contenedores, expresado en fuertes variaciones de las tarifas de transporte de estos últimos y que escapan al control de la empresa, con la consecuente volatilidad de los resultados de las compañías del sector (intensamente manifestado en el último tiempo, que ha llevado a la compañía a tener pérdidas por US\$ 859 millones en un lapso de nueve meses).

Por otra parte, si bien se reconoce que el actual plan de expansión de capacidad mediante flota propia de la empresa tiene como beneficio la disminución de la dependencia a los precios de arriendos de naves, por otra parte esta estrategia tiene como contrapartida la adquisición de un mayor volumen de deuda financiera, y la

posibilidad de tener capacidad ociosa en períodos contractivos del rubro y/o de perder competitividad en períodos de disminuciones importantes en las tarifas de arriendo de naves.

A lo anterior se añade la exposición a variables exógenas que afectan a este mercado, en particular al precio del combustible usado por la empresa y que está ligado a los vaivenes del precio del petróleo. Asimismo, la industria se ve impactada por los efectos negativos de la situación política o económica mundial, el fortalecimiento de monedas frente al dólar de los Estados Unidos, la falta de seguridad de ciertas rutas marítimas, y las consecuencias financieras de problemas ecológicos.

Por su parte, para el cambio de la clasificación de acciones, desde Primera Clase a Segunda Clase, se ha tenido en consideración la clasificación de solvencia de la sociedad, que es inferior a BBB-, mínimo para ser considerado en grado de inversión.

La clasificación de riesgo se mantiene "*En Observación*" por cuanto a la fecha no se ha materializado la división de la sociedad y si bien se estima baja la probabilidad de ocurrencia, podrían revertirse los acuerdos tomados hasta la fecha.

A futuro, la clasificación de riesgo de los bonos podría verse favorecida en la medida que la compañía recupere de forma sostenida la generación de flujos exhibida en el pasado con un nivel de endeudamiento moderado.

Asimismo, para la mantención de la clasificación de bonos, se hace necesario que a futuro no aumente el nivel de endeudamiento consolidado de la compañía, en relación con el patrimonio de la misma, y no se mantengan en el tiempo las pérdidas observadas en los últimos trimestres.

Hechos relevantes recientes

Resultados a septiembre 2011

En los nueve primeros meses de 2011, los ingresos totales de **CSAV** (US\$ millones 4.351) se expandieron en un 6,3%, a consecuencia de un incremento de 23% en el volumen de carga transportada, contrarrestado en gran parte por una disminución de 13% en las tarifas de estos servicios, ocasionada en la mayor competencia observada en el mercado mundial, persistiendo el exceso de oferta.

Los costos de explotación, en tanto, fueron de US\$ 5.018 millones, creciendo en 36% respecto de igual lapso de 2010, lo que se origina tanto por el mayor volumen de actividad del período como por el alza en el precio del combustible utilizado. En tanto, los gastos de administración llegaron a US\$ 231 millones, con una expansión de 23,1% ocasionada también por la mayor actividad y, en menor medida, por la depreciación del dólar y la mayor inflación en los mercados en que opera la compañía.

Como consecuencia de lo anterior, el resultado operacional del trimestre fue de -US\$ 897,8 y el resultado final el ejercicio de -US\$ 859,5 millones, lo que se compara desfavorablemente respecto de los US\$ 213,7 millones y US\$ 188,7 millones, respectivamente, de los tres primeros trimestres de 2010.

Eventos recientes

Con fecha 9 de diciembre de 2011 se inscribió en los registros de la Superintendencia de Valores y Seguros la emisión de 5.867.970.660 acciones de pago, de una única serie y sin valor nominal, por un monto total de aproximadamente US\$ 1.025 millones, con cargo al aumento de capital acordado en la Junta Extraordinaria de Accionistas celebrada el 5 de octubre del año en curso.

En la misma Junta de Accionistas referida en el párrafo anterior, se acordó la división de **CSAV** en dos entidades: la primera, que continuará con el giro central del emisor, conservará el nombre y mantendrá los activos y pasivos actuales, con la excepción de las acciones de la filial SAAM; la segunda sociedad resultante de la división será la propietaria de SAAM.

En Junta de Tenedores de Bonos, del 30 de noviembre de 2011, se acordó excluir a la sociedad resultante de la división acordada en la Junta de Accionistas del 5 de octubre, de su obligación de constituirse como codeudor solidario de los bonos emitidos por **CSAV**. Este acuerdo implicó modificar el contrato de emisión de los bonos.

Plan de reestructuración y nueva estrategia

La empresa ha diseñado una nueva estrategia de largo plazo que tiene como objetivo aprovechar las ventajas comparativas, incrementar la rentabilidad de la compañía y disminuir la volatilidad de sus resultados; para ello se trabaja bajo las siguientes premisas:

- Focalizarse en mercados emergentes en donde se tengan ventajas competitivas.
- Fomentar las operaciones conjuntas con otros agentes del mercado.
- Desarrollo en base al crecimiento natural de las rutas.
- Mantener elevados niveles de eficiencia operacional.

Para el desarrollo de su estrategia el emisor ha ido desarrollando un plan de reestructuración que implica, entre otros aspectos:

- Optimización de los servicios. Actualmente los servicios reestructurados representan el 80% del volumen transportado, lo que se espera permita una mayor optimización de los activos de la empresa.
- Operaciones conjuntas. Este tipo de operaciones subió desde el 30% al 80% del volumen de carga, esperando que ello permita acceder a economías de escala, diversificar el riesgo (reducción de la exposición por ruta) y aprovechar mejores prácticas.
- Plan de inversión en naves. En 2011 se recibieron cinco naves, alcanzando el 13% de la capacidad propia operada. Se espera en el 2012 llegar al 30% con la llegada de dos nuevas naves.
- Se simplifica la estructura administrativa, con menos niveles y mayor descentralización y autonomía regional que permita una mayor agilidad y flexibilidad.

Definición de categorías de riesgo

Categoría BB

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiéndose incurrir en pérdida de intereses y capital.

Segunda Clase

Corresponde a aquellos títulos accionarios que presentan una inadecuada combinación de solvencia y estabilidad en la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

Tendencia “En Observación”

Corresponde a aquella clasificación cuyos emisores están expuestos a situaciones particulares que podrían afectar positiva o negativamente la clasificación de riesgo asignada. También, cuando los emisores están bajo situaciones cuyos efectos no se pueden prever en forma razonable a la fecha de clasificación.

Características de los títulos de deuda

Características de los bonos vigentes – Series A1 y A2

Nº y fecha de inscripción	Nº 274 de 12-10-2001
Monto máximo	UF 2.500.000
Fecha de vencimiento	01-octubre-2022
Plazo vencimiento	10 años

Covenants Financieros (Adaptados a IFRS)

Covenant	Objetivo
Endeudamiento ²	No superior a 1,2 veces el patrimonio
Patrimonio mínimo	US\$ 350 millones

² (Otros Pasivos Financieros (corrientes y no corrientes) + Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas (corrientes y no corrientes) + Otros pasivos no financieros (corrientes y no corrientes) – Dividendos mínimos obligatorios – Obligaciones por Contratos de Concesiones (corrientes y no corrientes) – Ingresos en cursos – Derivado asociado al préstamo Aflac) / (Patrimonio total+ Dividendos mínimos obligatorios).

"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Superintendencia de Valores y Seguros y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma".