



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

## Cambio de clasificación

Analista

Carlos Ebensperger H.

Tel. 56 – 2 – 433 52 19

carlos.ebensperger@humphreys.cl

## COMPAÑÍA SUD AMERICANA DE VAPORES S.A. (CSAV)

Marzo 2011

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16°  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01  
[ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl)  
[www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl)

| Categoría de riesgo   |   |
|-----------------------|---|
| Tipo de instrumento   | Categoría   |
| Bonos<br>Tendencia    | <b><i>BBB+<sup>1</sup><br/>En Observación</i></b>           |
| Acciones<br>Tendencia | <b><i>Primera Clase Nivel 2<sup>2</sup><br/>Estable</i></b> |
| EEFF base             | 31 diciembre 2010   |

| Estado de resultados consolidado IFRS    |            |            |
|--|------------|------------|
| MUS\$                                    | 2009       | 2010       |
| Total ingresos                           | 3.036.561  | 5.459.132  |
| Costo de ventas                          | -3.486.750 | -4.979.652 |
| Gastos de administración y mercadotecnia | -246.176   | -273.007   |
| Resultado operacional                    | -696.365   | 206.473    |
| Gastos financieros                       | -31.904    | -42.570    |
| Resultado del ejercicio                  | -549.798   | 188.678    |
| EBITDA                                   | -652.300   | 278.006    |

| Balance general consolidado IFRS |            |            |
|----------------------------------|------------|------------|
| MUS\$                            | 31-12-2009 | 31-12-2010 |
| Activos corrientes               | 941.374    | 1.415.117  |
| Activos no corrientes            | 1.230.210  | 1.803.042  |
| Total de activos                 | 2.171.584  | 3.218.159  |
| Pasivos corrientes               | 1.012.215  | 957.667    |
| Pasivos no corrientes            | 509.038    | 873.020    |
| Total pasivos                    | 1.521.253  | 1.830.687  |
| Patrimonio                       | 650.331    | 1.387.472  |
| Total pasivos y patrimonio       | 2.171.584  | 3.218.159  |
| Deuda financiera total           | 484.771    | 886.153    |

<sup>1</sup> Clasificación Anterior: "A-"

<sup>2</sup> Clasificación Anterior: "Primera Clase Nivel 1"

| Estado de Resultados Consolidado PCGA |            |            |            |            |            |
|---------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| M\$ dic. 2010                         | 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 |           |           |           |           |           |
|----------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| M\$ dic. 2010                    | 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 Clasificación

**Compañía Sud Americana de Vapores S.A. (CSAV)**, 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, operación portuaria, agenciamiento, bodegaje, armaduría y administración de barcos, entre otros.

Según la información al 31 de diciembre de 2010, la empresa presentaba activos por US\$ 3.218 millones, una deuda financiera por US\$ 886,2 millones y un patrimonio de US\$ 1.387,5 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. Durante 2010 la empresa presentó ingresos consolidados por US\$ US\$ 5.452 millones, una ganancia de US\$ 182 millones, y un EBITDA de US\$ 278 millones

La reducción de la clasificación de los bonos de **CSAV** responde, fundamentalmente, a la evolución que ha estado experimentando recientemente la industria naviera mundial, manifestada en una tendencia a consolidar la presencia de los grandes operadores, a la utilización de buques de alta capacidad medida en TEUs, y a una fuerte competencia en precios, esto último manifestado en la caída de las tarifas de los últimos meses (21,8% entre septiembre de 2010 y febrero de 2011, de promedio por TEU movido) aunque se mantengan por sobre el peor nivel de la crisis de 2008-2009. Esta situación repercute directamente sobre la empresa no sólo a través de la disminución de los precios del servicio de transporte, sino también en las medidas que **CSAV** debe adoptar para hacer frente al nuevo ambiente en que debe desempeñarse.

En opinión de **Humphreys**, el alza en el precio del petróleo -principal insumo para la compañía en términos de costos- así como la baja en el precio de los fletes de los últimos meses, aunque repercuten negativamente en los resultados de **CSAV**, ambas son circunstancias propias y recurrentes en la industria naviera y, por lo tanto, han sido identificadas en todo momento como riesgos del negocio e incorporados como tales en los procesos de evaluación. La volatilidad de los factores que determinan el resultado de las empresas navieras, y por ende de la sociedad emisora, es un hecho que estará siempre presente en el sector y con el cual la empresa deberá convivir permanentemente. En este sentido, en un horizonte de largo plazo, así como es factible esperar períodos de fuerte crecimiento en los resultados, también se sucederán ciclos altamente adversos, aunque recalco que la crisis del 2008-2009 que afectó a la compañía, y al rubro en general, tuvo un elevado componente de excepcionalidad.

Dado este contexto, en el análisis de empresas de transporte marítimo de contenedores -por sus características propias, difícilmente asimilables a las de otras ramas mercantiles- cobra mayor relevancia la capacidad que se tiene, en términos de inversiones y de gestión, para administrar los ciclos negativos del negocio que, como ya se ha dicho, son inherentes a la actividad. Desde esta perspectiva, la administración de **CSAV** no sólo ha mostrado su capacidad de hacer frente a la volatilidad del negocio, sino que logró sortear aceptablemente la crisis más severa que ha tenido la industria en toda su historia.

Es en este ámbito en donde se inserta el plan de desarrollo que está llevando a cabo **CSAV**. La situación descrita implica que el sector está en un proceso de adecuación interna con las siguientes implicancias negativas, por cuanto:

- i) Genera incertidumbre respecto al grado de éxito que lograrán las estrategias que están asumiendo las distintas empresas del rubro, entre ellas la asumida por **CSAV**.
- ii) Producirá alteraciones en la competitividad que alcanzarán los partícipes de la industria una vez finalizada la etapa de cambio.
- iii) A la fecha es difícil prever la duración y profundidad de los cambios, elementos que no son ajenos a las necesidades futuras de inversión de las empresas. Asimismo, como las estrategias de consolidación pueden afectar el nivel de precios de la industria, incide además en las exigencias del capital de trabajo.

iv) **CSAV** experimentará un mayor endeudamiento en términos absolutos, que si bien tendrá como contrapartida activos de largo plazo (barcos), afectará la holgura caja de la empresa (dependiendo de lo acertado de la implementación de su plan y de las acciones de sus competidores).

v) Cambia la percepción del sistema financiero en relación con la actividad naviera, incidiendo negativamente en la flexibilidad financiera del emisor (menos acceso al crédito o, en su defecto, a mayores costos o con condiciones más restrictivas).

Por otra parte, en opinión de **Humphreys**, existen mitigantes que deben ser considerados al momento de evaluar los desafíos futuros que debe enfrentar **CSAV**, entre los que destacan:

i) La habilidad mostrada por la organización para enfrentar la profunda y excepcional crisis vivida recientemente por el sector, que en el caso del emisor significó enfrentar un pérdida de US\$ 695 millones en 2009.

ii) La fuerte capitalización que exhibe actualmente la compañía, nunca antes vista en su existencia. Así, a diciembre de 2010 ascendía a US\$ 1.387 millones, en comparación a los US\$ 880 millones al cierre de 2007, previo a la crisis del período 2008-2009.

iii) El tamaño relativo de **CSAV** dentro de su industria, que si bien distante de los líderes, la sitúa como una empresa mediana y, por lo tanto, dentro de aquellas que puede ser parte del proceso de consolidación.

iv) La decisión de la administración de enfrentar su plan de crecimiento con una base patrimonial más fuerte. En este sentido, el ingreso del grupo Luksic a la propiedad aumenta la probabilidad de éxito de los aumentos de capital aprobados.

v) Un perfil de deuda que reconoce lo cíclico del flujo de caja de la empresa.

En resumen, se reconoce el *know how* de **CSAV** dentro del transporte marítimo y todo lo que ello involucra. Sin embargo, el estado actual de la industria y las decisiones de inversión propias del emisor, representan cambios estructurales que a la fecha han significado incremento en el nivel de deuda, no así en la generación de flujos de la empresa, situación que se debiera dilucidar en el futuro. A modo de ejemplo, según los estados financieros de diciembre de 2010, las obligaciones financieras de largo plazo para los próximos cinco años de la compañía ascienden a US\$ 290 millones, y seis meses antes era de US\$ 187 millones.

La tendencia de la clasificación de los bonos de la sociedad, en tanto, se situó ***"En observación" con implicancia negativa***, lo que se justifica en que, de concretarse la venta de hasta el 49% de la participación accionaria en SAAM, se generaría un cambio estructural en el nivel y en las características de la generación de caja de **CSAV** (actualmente controla el 100% de esa empresa), lo que incidiría negativamente en su solvencia dentro de una perspectiva de largo plazo (es importante considerar que los bonos vencen el año 2022, y que el 33% de los pasivos financieros vencen con posterioridad a esa fecha).

La actual estructura del *holding* implica para **CSAV** la administración del EBITDA total de SAAM, el que en 2009 y 2010 fue de aproximadamente US\$ 60 millones y US\$ 80 millones, respectivamente. En el mismo período, **CSAV** consolidado presentó un EBITDA negativo de US\$ 652 millones el 2009 y un EBITDA positivo de US\$ 278 millones en 2010. Estas cifras revelan la importancia de la filial como generadora de recursos para la el consolidado.

La venta de una parte de la participación en SAAM llevará a que la matriz disponga sólo de los dividendos a repartir por aquélla, lo que implicaría menores recursos: en el mejor de los casos, bajo el supuesto de reparto del 100% de las utilidades, llevaría a una disminución del orden de los US\$ 35 millones si se toma como referencia los resultados del año 2010.

Por otra parte, la venta de SAAM incrementará la volatilidad de los resultados de **CSAV**. En efecto, si se analiza la década entre 2001 y 2009, se observa que los resultados consolidados de la matriz fueron altamente variables, abarcando desde ganancias de US\$ 207 millones hasta pérdidas de US\$ 668 millones, las que hubiesen alcanzado los US\$ 713 millones si no hubiese sido por el reconocimiento de las utilidades de la filial. En el mismo período SAAM tuvo consistentemente utilidades al final del ejercicio, a pesar de la crisis vivida por el mercado naviero.

En definitiva, si los flujos de la compañía emisora se reducen en \$ 35 millones anuales, también disminuye su capacidad para pagar su deuda (factor cuantitativo), con el agravante que los flujos retirados tienen un comportamiento más estable en relación con los que permanecen (factor cualitativo). Numéricamente, un flujo anual de US\$ 35 millones es equivalente al servicio de una deuda de US\$ 370 millones (supuesto a 20 años plazos y tasa del 7% anual) lo cual representa el 42% de sus obligaciones financieras actuales. Si bien es cierto que el control del 100% de la propiedad de SAAM no implica necesariamente el reparto de toda la utilidad del ejercicio de ésta, el disminuir tal participación necesariamente sitúa a **CSAV** en un escenario de menores holguras.

Sin perjuicio de lo expuesto, los análisis de la clasificadora también incorporan dentro de los escenarios posibles el hecho que la separación de SAAM podría afectar positivamente a esa sociedad y, en forma indirecta, ser un elemento favorable para **CSAV** en el largo plazo. Con todo, especialmente en el corto y mediano plazo, se estima que dicha transacción puede afectar la flexibilidad financiera del emisor, en especial si la filial aborda nuevos proyectos intensivos en deuda financiera.

Adicionalmente, la clasificación de los títulos de deuda se fundamenta, principalmente, en la capacidad del emisor para soportar escenarios adversos, incluso en períodos de pérdidas. En el pasado, **CSAV** ha mostrado su habilidad operativa para adaptarse a los cambios experimentados por la industria y, más recientemente, competencia de gestión administrativa para enfrentar la última contracción del sector naviero –de carácter altamente excepcional por su magnitud- a través de un plan de fortalecimiento financiero ejecutado entre 2009 y 2010.

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 siempre una cantidad elevada de disponible y equivalentes líquidos.

También se reconoce el respaldo entregado por el grupo controlador a la empresa, lo que se traduce no sólo en la búsqueda e implementación de medidas operativas y financieras para mejorar la competitividad y solvencia de la empresa, sino también en la suscripción de sucesivos aumentos de capital tendientes al fortalecimiento patrimonial de la empresa.

Por otra parte, dentro de los factores que afectan negativamente la clasificación, además de la inestabilidad que muestra la industria naviera mundial con el consecuente impacto en la volatilidad de los resultados de las compañías del sector (fuertemente manifestado en el último tiempo), se añade la exposición a variables exógenas, como los efectos negativos de la situación política o económica mundial, el efecto en los costos del alza en el precio del petróleo y el fortalecimiento de monedas frente al dólar de los Estados Unidos. Además, en términos relativos a los líderes mundiales del mercado de porta-contenedores, la empresa tiene un menor tamaño, situación que, en todo caso, se ha encargado de mitigar en el último año.

Considerando la disminución en la solvencia de **CSAV** y pese a tener una presencia promedio diaria de 100%, la clasificación de las acciones de la empresa se redujo a Primera Clase Nivel 2, manteniéndose su tendencia como "*Estable*".

Además de conservar el nivel actual de propiedad de su filial SAAM, para la mantención de la clasificación de bonos de **CSAV** 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 que no deteriore su capacidad de generación de caja.

A futuro, la clasificación de riesgo de los bonos podría verse favorecida en la medida que la compañía mejore sus niveles de endeudamiento relativo, y recupere y mejore la generación de flujos exhibida en el pasado.

## Hechos relevantes

### Resultados 2010

Durante 2010 la empresa obtuvo ingresos totales por US\$ 5.459 millones, un aumento de 79,8%, explicado por el incremento en el nivel de actividad (principalmente transporte de contenedores, cuyo volumen experimentó un alza de 62% interanual) y por tarifas promedio mayores a las de 2009. Por su parte, los costos de explotación se expandieron en 42,8% hasta US\$ 4.979 millones, lo que se explica principalmente por la mayor actividad de transporte y el alza en el precio del combustible *bunker*. Sin embargo, la menor tasa de expansión de los costos directos, en relación a los ingresos, es reflejo del plan de contención de costos que ha estado implementando la empresa para afrontar las condiciones de mercado imperantes desde 2008.

Los gastos de administración de 2010 totalizaron US\$ 273 millones, un 10,9% más que en 2009, a consecuencia también del mayor volumen de carga transportada. Con lo anterior, el resultado operacional del período alcanzó a US\$ 206,5 millones, mejorando respecto de la pérdida operacional de US\$ 696 millones de 2009.

Del mismo modo, tanto el resultado del ejercicio como el EBITDA de 2010 revirtieron las pérdidas del año anterior, pasando desde –US\$ 550 millones a US\$ 189 millones y desde –US\$ 652 millones a US\$ 278 millones, respectivamente.

### Eventos recientes

El 27 de julio de 2010 el directorio de **CSAV** aprobó la suscripción de un aumento de capital por un total de US\$ 400 millones, el cual fue suscrito durante el año.

El 10 de diciembre de 2010, la sociedad acordó con el astillero Samsung Heavy Industries Co., Ltd., la construcción de dos buques portacontenedores de 8.000 TEUs y un costo de US\$ 90 millones cada uno, a entregarse en junio y julio de 2012.

El 23 de febrero de 2011 la empresa comunicó la renuncia de Jaime Claro Valdés a su cargo de Presidente del directorio. El 15 de marzo último fue designado en su reemplazo Juan Antonio Álvarez Avendaño, anterior gerente general de la empresa. Por su parte, en el cargo de este último, se nombró a Arturo Ricke Guzmán.

Adicionalmente, en la misma fecha de marzo, el directorio aprobó un nuevo aumento de capital, por US\$ 500 millones, más la posible enajenación de hasta el 49% de la filial SAAM. Ambas medidas tienen por objeto aumentar los recursos disponibles para la compra de naves en **CSAV** y para la ampliación de los negocios de SAAM.

El 22 de marzo último Marinsa S.A., controlador de **CSAV**, acordó la venta del 10% de la propiedad de esta última a la empresa Quiñenco S.A., del grupo chileno Luksic, con lo que disminuyó su participación hasta cerca de un 29%.

## Definición de Categorías de Riesgo

### Categoría BBB

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

El signo "+" representa aquellos instrumentos con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

### Primera Clase Nivel 2

Corresponde a aquellos títulos accionarios que presentan una muy buena 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.

Para mayor información, por favor revisar en nuestra página web el informe de clasificación anual de CSAV publicado el 30 de julio de 2010.

*"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"*