

Sociedad resultante de la división no se mantendría como codeudor solidario

Humphreys bajó a BB la clasificación de los bonos de Vapores y mantiene la tendencia "En Observación"

Santiago, 16 de diciembre de 2011. **Humphreys** acordó modificar a la baja, desde "Categoría BBB-" a "Categoría BB", la clasificación de los bonos emitidos por **Compañía Sudamericana de Vapores S.A. ("Vapores" o CSAV)**. La tendencia se mantuvo "En Observación". Por su parte, la clasificación de los títulos accionarios se redujo a "Segunda Clase".

La disminución en la categoría de riesgo asignada a los títulos de deuda responde a que en el corto plazo la sociedad emisora dejaría de controlar los flujos provenientes de su filial Sudamericana Agencias Aéreas y Marítimas S.A. (SAAM) y, además, ésta dejará de ser 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.

Si bien la desvinculación de los flujos de SAAM con el pago de los bonos iría acompañada de un importante aumento de capital, esta acción ya era recogida por las evaluaciones pasadas de **Humphreys**, que en su comunicado del 7 de septiembre del año en curso expresaba que "*la clasificación asignada valora los recientes anuncios sobre disponibilidad de líneas de crédito con sus controladores 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*". Cabe mencionar que **Humphreys** valora que mediante la concreción del mencionado aumento de capital **CSAV** pase a ser controlada por un dueño de reconocida solvencia, como lo es el grupo Luksic.

Asimismo, en el mismo comunicado de septiembre, la clasificadora reconocía que la división de **Vapores** permitiría potenciar el desarrollo de SAAM, pero precisaba que "*de acuerdo con los términos del contrato de emisión de bonos, (la sociedad resultante de la división) se mantendrá como codeudor solidario de los títulos de deuda*".

La clasificación de los títulos accionarios se reduce desde "Primera Clase Nivel 4" a "Segunda Clase" en atención a la calificación de solvencia del emisor (inferior a BBB-).

En junta extraordinaria de accionista de **Vapores**, realizada en octubre de 2011, se acordó la división de la empresa, proceso por el cual SAAM pasaría a ser propiedad de la nueva sociedad resultante producto de la referida división y, por lo tanto, desaparecería la relación matriz-filial que a la fecha existe entre **CSAV** y SAAM. Esta acción por sí sola no afectó la clasificación de los títulos de deuda por cuanto el contrato de emisión de bonos de **Vapores** del 29 de agosto de 2001 señalaba que en caso de división del emisor, todas las sociedades que se deriven en caso de división de **CSAV** se constituyen como codeudoras solidarias en relación con el pago de los bonos.

No obstante, con fecha 29 de noviembre del año en curso, la junta de tenedores de bonos aprobó modificaciones al contrato de emisión, donde se incluyó el que la nueva sociedad matriz de SAAM (resultante de la división) no será responsable de las obligaciones emanadas por la emisión del título de deuda, quedando **CSAV** como el único obligado al pago de los bonos. Dado ello, los flujos de caja generados por SAAM no estarían disponibles para el pago de estos valores de oferta pública, destacando que ellos siempre han sido incluidos dentro del proceso de evaluación de la clasificación de los bonos de **Vapores**.

La importancia de SAAM radica en la estabilidad de sus flujos, lo cual, en parte, permite atenuar la elevada volatilidad que experimentan los resultados del sector naviero y de **Vapores** particularmente. Además, en el actual contexto –caracterizado por un mercado de transporte marítimo con bajos precios, inestabilidad europea y con **CSAV** inmersa en un plan de reestructuración operativo y financiero- es difícil prever la capacidad del emisor, en términos de tiempo y cuantía, para revertir los magros resultados de los últimos trimestres, en particular considerando que para los próximos años los vencimientos de deuda del emisor bordearán los US\$ 75 millones anuales.

La importancia de SAAM dentro de **Vapores** queda claramente de manifiesto cuando se analiza el comportamiento de la empresa en la década pasada (2001-2009), observándose 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 se hubiesen incrementado a US\$ 713 millones de no mediar el reconocimiento de las utilidades de la filial. En el mismo período SAAM tuvo consistentemente utilidades al final de cada ejercicio, a pesar de la crisis vivida por el mercado naviero. De acuerdo con los análisis internos de **Humphreys**, las características y estructura financiera de SAAM son compatibles con una sociedad calificada en "grado de inversión". Es necesario destacar que **CSAV** no comparte el análisis anterior, por cuanto estima que los flujos de SAAM no han estado ni están disponibles para su matriz, por ser utilizados por esta filial para reinversión y para su propio desarrollo anual.

Durante el año 2010, donde hubo meses con un importante repunte en las tarifas de transporte, **CSAV** consolidado tuvo utilidades por US\$ 181,5 millones; por su lado, SAAM arrojó ganancias por US\$ 55,7 millones, ratificando la importancia de la filial dentro de los resultados del grupo.

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.

El proceso de evaluación no desconoce las medidas que está adoptando la sociedad con objeto de incrementar la competitividad de la compañía –fuerte disminución de gastos, acuerdos de operación con otras agencias navieras y cierre de rutas deficitarias, entre otros aspectos. Sin embargo, a la fecha no es posible determinar totalmente el impacto de dichas acciones y el efecto en su rentabilidad de largo plazo y capacidad de generación de flujos.

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. Durante los primeros nueve meses de 2011 la empresa presentó ventas por US\$ 4.350,7 millones y una pérdida de US\$ 859,5 millones, con una pasivo financiero ascendiente a US\$ 990,4 millones y un patrimonio de US\$ 983,1. En 2010, a igual período, las ventas sumaron US\$ 4.092 millones, con ganancias por US\$ 188,7 millones, un pasivo financiero de US\$ 886,1 y un patrimonio de US\$ 1.387,5 millones.

Para mayores antecedentes ver los informes de clasificación y los comunicados, en especial los de fecha 07.09.11, 16.05.11 y 25.03.11; todos en www.humphreys.cl

Contacto en **Humphreys**:

Carlos Ebensperger H.

Teléfono: 562 - 433 5200

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".