



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

Julio 2004

Categoría de Riesgo y Contacto

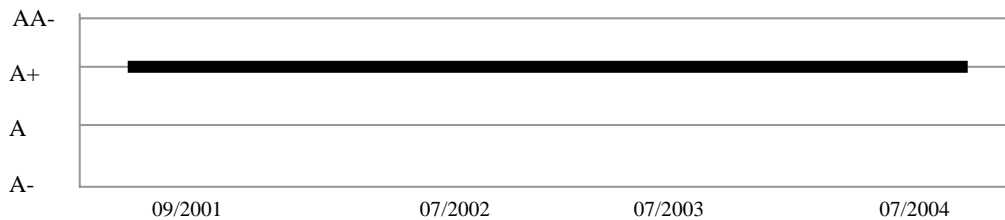
Tipo de Instrumento	Categoría	Contactos	
Bonos	A+	Socio Responsable	Alejandro Sierra M.
Tendencia	<i>En Observación</i>	Gerente a Cargo	Aldo Reyes D.
Otros Títulos	No hay	Analista	Margarita Andrade P.
		Teléfono	56-2-204 7293
		Fax	56-2-223 4937
		Correo Electrónico	ratings@humphreys.cl
		Sitio Web	www.moodyschile.cl
EEFF base	31 marzo 2004	Tipo de Reseña	Informe Anual

Número y Fecha de Inscripción de Instrumentos

Bono Series A1 y A2	N° 274 de 12.10.01
---------------------	--------------------

Clasificación Histórica

Bonos



Estadísticas de Operación*

(MUS\$ de cada Año)	Marzo 2004	Año 2003	Año 2002	Año 2001	Año 2000	Año 1999
Ingresos Operacionales	511.404	2.135.539	1.674.948	1.735.112	1.743.761	1.079.760
Resultados Operacionales	6.895	66.531	34.691	19.094	41.104	35.862
Resultados No Operacionales	14.000	15.048	16.522	16.815	6.891	(414)
Resultados Finales	20.142	72.323	36.778	26.081	43.083	30.940

* Estados financieros consolidados.



Otros Datos Estadísticos*						
(MUS\$ de cada Año)	Marzo 2004	Año 2003	Año 2002	Año 2001	Año 2000	Año 1999
<i>Activo Circulante</i>	676.581	564.584	518.009	480.734	430.601	338.938
<i>Activo Fijo</i>	275.225	272.109	262.307	264.338	283.727	332.448
<i>Otros Activos</i>	419.214	441.295	299.150	310.400	368.093	206.261
<i>Pasivo Circulante</i>	427.685	341.866	374.784	274.831	209.728	139.465
<i>Pasivo Largo Plazo</i>	337.903	345.399	179.627	281.756	363.823	265.315
<i>Patrimonio (más I.M.)</i>	584.273	568.642	502.471	482.638	508.870	472.867
Total Activos/Pasivos	1.371.020	1.277.988	1.079.466	1.055.472	1.082.421	877.647

* Estados financieros consolidados.

Opinión

Fundamento de la Clasificación

Compañía Sud Americana de Vapores S.A. (CSAV) es una sociedad fundada en el año 1872. La empresa se ha consolidado como una compañía orientada al transporte marítimo global, con importante presencia en las rutas entre Sudamérica y el resto del mundo. 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

Las fortalezas de la compañía, que sirven de fundamento a la clasificación de riesgo¹ de sus bonos en *Categoría A+* son : a) la existencia de una flota de naves administrada principalmente bajo contratos de arriendos a diferentes plazos, los cuales permiten una mayor correlación entre sus costos y las fluctuaciones en el precio ante cambios en la demanda; b) la capacidad de gestión que ha mostrado la administración, la que se refleja en el importante desarrollo que ha tenido la compañía (acompañado con un nivel de deuda controlable) y, que en la práctica, ha permitido compensar vía crecimiento los menores márgenes que presenta el negocio durante los últimos años; c) la existencia de una red de asociaciones con las principales compañías del sector, situación que le ha permitido incrementar la cobertura a sus clientes y acceder a mayores economías de escalas; d) el buen posicionamiento que presenta la compañía en los mercados en donde participa -especialmente en los tráficos de las Costa Oeste y Este de Sud América- y la adecuada diversificación de sus líneas de negocios; y e) la integración vertical de sus negocios, participando en las distintas etapas del transporte marítimo (transporte, equipamiento portuario, operador portuario, agenciamiento, bodegaje, armadora y administradora de barcos, entre otros).

La *Categoría A+* refleja la buena capacidad que tiene la compañía para responder a las obligaciones asumidas, ello producto de contar con una estructura de costos flexibles y en el desarrollo de una gestión que puede ser calificada como exitosa. Asimismo, se ve reforzada por la adecuada liquidez que actualmente presenta la compañía. En este sentido, se puede mencionar que la empresa cuenta con reservas de caja por un monto superior a los 200 millones de dólares y recursos comprometidos para el refinanciamiento de sus principales vencimientos.

¹ 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.

Desde otra perspectiva, la clasificación reconoce la inestabilidad que ha mostrado la industria naviera, otorgándole una mayor volatilidad a la capacidad de generación de caja de la compañía y a las perspectivas inciertas que se presentan para el mediano plazo como consecuencia de la situación económica mundial. Asimismo, también la clasificación incorpora el tamaño relativo de la compañía en relación con los operadores líderes del mercado a nivel global (y sus efectos en el acceso a economías de escalas), los riesgos que implican en este negocio la adopción de políticas de crecimientos erradas y lo sensible de los resultados a las variaciones en el precio.

Las perspectivas de la clasificación se estiman a futuro *En Observación*², principalmente porque la industria naviera se vislumbra como incierta, lo cual ha afectado la rentabilidad del negocio y provocado un deterioro en los índices crediticios. Por tal motivo, la clasificación de riesgo de CSAV estará sujeta a la evaluación que se realice respecto de sus niveles de reservas de caja y capacidad de generación de flujos.

En el mediano plazo, la clasificación de bonos podría verse favorecida en la medida que la compañía sea capaz de mantener un crecimiento que le permita un mayor acceso a economías de escalas y así compensar la tendencia negativa que evidencia la rentabilidad del negocio.

Asimismo, para la mantención de la clasificación, se hace necesario que la compañía continúe con su plan de desarrollo, como lo ha venido asciendo en el pasado y que no presente deterioros en las fortalezas que determinan su clasificación.

Definición Categorías de Riesgo

Categoría A+

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

El signo “+” representa aquellos instrumentos con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

Oportunidades y Fortalezas

Administración de Flota: Dentro de las principales fortalezas de la sociedad destaca la existencia de una política orientada a la operación de naves mantenidas bajo contratos de arrendamiento a diferentes plazos, ello de acuerdo con las perspectivas del mercado y a los planes de crecimiento de la compañía. A modo de ejemplo, la compañía y sus filiales durante el año 2002 tomaron en arriendo 187 naves, cifra que representa entorno al 93% del número de naves disponible (14 son las naves que pertenecen directa o indirectamente a la compañía).

Esta política permite a la empresa una mayor correlación entre sus costos y las fluctuaciones de precio ante cambios en la demanda y, a juicio de *Humphreys*, no se verá afectada en el futuro producto de la adquisición de nuevas naves (inversión de 16 embarcaciones en un 50% con socio Alemán).

Capacidad de Gestión: Sin perjuicio del leve descenso registrado en el nivel de operaciones durante el año 2001 y en términos de ingresos también en el año 2002, en la última década CSAV ha experimentado un crecimiento sostenido en su nivel de actividad, incluso dentro de ciclos negativos para la industria, logrando

² La calificación “En Observación” implica que la situación actual de la compañía amerita particular atención de parte de la clasificadora para determinar si se mantiene la actual categoría de riesgo asignada.

incrementar sus ingresos en casi 2 veces entre los años 1992 y 2002 (2,8 veces en términos de toneladas pagantes).

Este desarrollo, que ha sido acompañado con un nivel de deuda controlable para la compañía, es una muestra de la capacidad de gestión que ha tenido la administración y, que en la práctica, le ha permitido compensar vía crecimiento (aumento en los volúmenes de operaciones) los menores márgenes que ha mostrado el negocio en los últimos años.

Red de Asociaciones: La empresa ha creado una importante red de asociaciones, la mayoría de ellas con las principales compañías de la industria, situación que le ha permitido incrementar la cobertura a sus clientes y acceder a mayores economías de escalas.

Posición Competitiva en Mercados Específicos: CSAV ha logrado consolidar, mediante el desarrollo interno y la adquisición de nuevas filiales, una adecuada posición en los mercados en donde participa - principalmente en la Costa Oeste y Este de Sud América - logrando ubicarse entre los 20 actores más relevantes dentro del contexto mundial.

Además, dada las características propias de la industria y del tamaño de la compañía, ésta presenta una adecuada diversificación de sus negocios en términos de rutas y carga transportada, permitiéndole una mayor capacidad de maniobra en la utilización de sus naves y un menor impacto de los riesgos asociados a determinados tipos de productos transportados.

Integración Vertical: La compañía por cuenta propia mantiene presencia en las distintas etapas del transporte marítimo (transporte, equipamiento portuario, operador portuario, agenciamiento, bodegaje, armadora y administradora de barcos, entre otros) y con ello una generación de flujos consolidados que se ve afectado por diversas variables no necesariamente relacionadas entre sí.

En este aspecto cabe mencionar la presencia de la filial *Sudamericana Agencias Aéreas y Marítimas S.A. (SAAM)*, empresa líder a nivel de Sud América en lo relativo al negocio de agenciamiento naviero y operación portuaria

Acceso a Financiamiento: Su presencia en los mercados financieros (en el ámbito nacional e internacional) y la clasificación de riesgo de su deuda (grado de inversión tanto en moneda local como extranjera), permite presumir que la empresa no tendría dificultad para acceder a financiamiento externo ante eventuales problemas de caja.

Factores de Riesgo

Niveles de endeudamiento: Si bien la propiedad de la compañía pertenece a un grupo económico local que se ha caracterizado en todas sus inversiones por mantener una política conservadora en términos de endeudamiento, en el último tiempo los niveles de deuda de **CSAV** han mostrando un comportamiento con una clara tendencia creciente. De hecho, dicha situación queda de manifiesto al ver que a marzo de 2003 este índice -medido como pasivo exigible consolidado sobre patrimonio- asciende a 1,08 veces, no obstante, hace cinco años este indicador no alcanzaba una cifra superior a 0,7 veces.

Lo anterior se agrava si se toma en consideración que a marzo de 2003 la estructura de endeudamiento, a diferencia de años anteriores (2001, 2000 y 1999), se encuentra concentrada preferentemente en el corto plazo (explicada preferentemente por el vencimiento de los Eurobonos). No obstante, se tiene como atenuante la existencia de recursos comprometidos para su refinanciamiento (préstamo por MMUS\$ 202) que aumentan considerablemente el horizonte de sus vencimientos y reservas de cajas que superan, según cálculos de *Humphreys*, los MMUS\$ 200.

Con todo, se estima que los pasivos financieros de la compañía ascienden a 300 millones de dólares y el mayor vencimiento corresponden al año 2003, por un monto cercano a los MMUS\$ 160. Para el resto de los años, los vencimientos oscilan entre los MMUS\$ 20 y MMUS\$ 25.

Dependencia del Comercio Internacional: El transporte marítimo es altamente dependiente del comercio internacional. De esta forma, toda situación política u económica que afecta el intercambio comercial entre los países, repercute en el nivel de actividad del transporte naviero. De hecho, en tal sentido cabe señalar que los resultados de la compañía se han visto deteriorados como consecuencia de los períodos recesivos o de menor crecimientos que enfrentan las economías de Asia, Europa, Estados Unidos y la mayoría de los países Latinoamericanos.

Perspectivas del Negocio en el Mediano Plazo: Pese al mayor desempeño que ha mostrado, en términos de volúmenes, el comercio internacional (en especial China), la inestabilidad de las principales potencias económicas y el bajo crecimiento mundial, no permiten visualizar que en el mediano plazo mejoren la situación actual de la industria marítima, cuya actividad ha estado resentida desde los inicios de la “crisis asiática” (1998).

Mercado Competitivo: Dentro del mercado naviero, como en todo mercado altamente competitivo, se torna relevante la eficiencia de costos mediante el aprovechamiento de economías de escala y el respaldo patrimonial con que puedan contar las empresas.

En el caso particular de **CSAV**, su posicionamiento de mercado internacional, en cuanto a carga transportada, es de baja importancia en comparación a los líderes mundiales, situación que debilita a la compañía en el acceso a economías de escalas y la hace dependiente de asociaciones con otras empresas del sector (competencia), característica común dentro del mercado.

Baja Diferenciación del Servicio: Bajo estándares normales de calidad (norma ISO 9002), el servicio de flete naviero tiende a un comportamiento homogéneo y, por ende, transforma al factor precio como una variable relevante en la competencia dentro de la industria.

Baja Rentabilidad: La industria en donde participa la compañía se caracteriza por alcanzar bajos niveles de rentabilidad operacionales, medida como la relación entre el resultado operacional sobre las ventas de la compañía.

Necesidad de Control de Operaciones: El importante desarrollo que ha tenido la compañía durante los últimos años, en donde destacan operaciones en diferentes regiones del mundo, ha generado la necesidad de crear una estructura organizacional que esté más acorde a las nuevas necesidades de control de la compañía. Bajo este contexto, cabe señalar que la implementación del denominado “Proyecto Siglo XXI”, como todo proceso, no está ajena a riesgo, propios de las etapas de implementación y adaptación.

Impacto Ambiental: Ante eventos negativos para el ecosistema (vgr. derrame de petróleo u otros químicos) la compañía puede verse afectada por elevadas multas medio ambientales. En todo caso, se tiene como atenuante la existencia de seguros que cubren la totalidad de estos eventos.

“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”.