



Clasificación de los Bonos de Compañía Sudamericana de Vapores S.A. (CSAV), un enfoque de largo plazo.

Humphreys y su visión de largo plazo: Vapores (CSAV), un ejemplo

Los bonos son en esencia de largo plazo, incluso pueden presentar vencimiento superior a 20 años. Por lo tanto, su evaluación requiere una mirada capaz de proyectarse más allá de la coyuntura. Lo relevante es determinar los factores de riesgo que enfrenta una compañía, la severidad y frecuencia de éstos, y las fortalezas que existen para contrarrestarlos y/o administrarlos cuando se manifiesten. Este análisis, realizado adecuadamente, es el que evita la sobre-reacción en épocas de crisis, independientemente de su profundidad. Este enfoque es el que llevó a **Humphreys** a reducir en el pasado el *rating* de los bonos de **Vapores (CSAV)**, pero evitando un castigo amplificado que debiera ser revertido una vez superada la crisis de la industria naviera.

Humphreys había identificado los riesgos de una empresa como CSAV

Desde los primeros informes emitidos, se habían identificado, entre otros, los siguientes riesgos:

- i) Volatilidad de las tarifas:** El sector naviero se expone a fuertes desequilibrios debido a que las flotas crecen discrecionalmente y en periodos cortos la demanda puede contraerse en forma importante. Dado que resulta costoso mantener paralizadas las naves, el mercado de porta-contenedores se ajusta mediante precios, en lugar de oferta, llevando a violentas caídas en las tarifas.
- ii) Variables externas:** El negocio naviero está afecto a variables externas como el precio del petróleo (que además puede ralentizar la economía mundial y el comercio), amenazas terroristas, inestabilidad política y conflictos bélicos, o daños a ecosistemas marinos.
- iii) Riesgo de políticas de crecimiento erradas:** Derivado de lo ya descrito, decisiones sobre el tamaño de la flota, porcentaje de la flota propia y elección de las rutas de transporte a cubrir, entre otras variables, pueden implicar mayores costos que en otras industrias, amenazando con ello al resultado operacional.

En 2008 y 2009 se manifestaron los riesgos descritos, los que ya estaban incorporados en los análisis de **Humphreys**.

También se identificaron fortalezas

La clasificación de riesgo no puede estar al margen de las fortalezas de **CSAV**, que si bien no evitan la manifestación de los riesgos antes señalados, permitan presumir una administración razonable de ellos. En particular, en **CSAV** se reconoció desde siempre:

- i)** La elevada capacidad de gestión de la administración y el fuerte compromiso de los accionistas controladores, característica que quedó bien demostrada durante la crisis pasada.
- ii)** Una estructura financiera conservadora y holgado perfil de pago de la deuda: La empresa se ha mantenido siempre con una alta disponibilidad de caja (la que a junio de 2010 asciende a US\$ 174 millones); la deuda de corto plazo es reducida y sobre el 40% del pasivo financiero vence con posterioridad al año 2022, periodo en que se extingue el bono emitido. Vencimientos elevados en la época de crisis hubiesen restado flexibilidad a la gestión de la administración.

Asignación de la Categoría de Riesgo

La clasificación de los bonos de **CSAV** siempre consideró que la empresa estaba expuesta a fuertes fluctuaciones en sus resultados. Sin embargo, se incorporó su capacidad para administrar las crisis, las que por su naturaleza son inevitables y recurrentes. Si bien el deterioro patrimonial del emisor fue sin parangón en su historia, lo mismo es aplicable para el *shock* de la industria (fuertes pérdidas patrimoniales fueron la tónica del sector). Con todo, **CSAV** mantenía su viabilidad de largo plazo si tenía la capacidad de soportar los meses más agudos; dado ello, quedaban dos opciones:

- i)** Asumir una iliquidez que la llevaba a la quiebra, lo que implicaba calificar los bonos en No Grado de Inversión; o
- ii)** Dar valor a la capacidad de los accionistas y la administración para sortear las crisis (con mecanismos menos convencionales propios de un *shock* bastante inusual por su crudeza).

Humphreys, considerando la historia de la sociedad, entendiendo lo excepcional de la magnitud de la crisis, constatando que se trataba de un problema sectorial y no exclusivo de **CSAV** y, sobre todo, observando que los aspectos estructurales de la compañía la hacían viable en el largo plazo, concluyó que tenía las herramientas para enfrentar el periodo de mayor iliquidez. Por tanto, los perjuicios los asumirían preferentemente los accionistas de la sociedad, atenuando el riesgo para los bonistas.

En consecuencia, en su momento, se bajó la clasificación a "Categoría A-", aun esperando que en el futuro los resultados serían revertidos. Con todo, no se desconocía una pérdida en la flexibilidad financiera y, especialmente, que lo profundo de las complicaciones del sector lo llevarían a un ajuste interno que podría afectar la capacidad de generación de flujos en el largo plazo.

Qué esperar del futuro

En el largo plazo es altamente probable que haya ciclos en los que **CSAV** presente elevadísimas utilidades, aunque tampoco se deben descartar periodos recesivos del sector. Ni lo uno ni lo otro implicarán, obligatoriamente, cambios en la clasificación de riesgo, por cuanto esos factores serían las manifestaciones propias de las características de la industria. Por ello, es relevante destacar que la relación deuda financiera sobre EBITDA de un año en particular no siempre es el mejor índice para calificar la capacidad de pago de la compañía.

En estos momentos la sociedad está impulsando un plan cuyo objetivo es aumentar el porcentaje de flota propia, esperando con ello disminuir su dependencia a los precios de arrendamiento y, por ende, la volatilidad de sus resultados. A juicio de **Humphreys**, la mayor tenencia de barcos conlleva el riesgo de perder o ganar competitividad dependiendo del precio de los arriendos. En definitiva, las empresas navieras tienen que convivir con un mercado altamente volátil.

Período 2008-2009: Crisis Mundial de las Navieras

La crisis financiera y de producción que afectó al mundo desde 2008 tuvo repercusiones especialmente fuertes en el transporte marítimo de contenedores, principal negocio de **CSAV**. Previo a ello, la bonanza económica dinamizó los pedidos de nuevas naves, creciendo la flota mundial a una tasa de 11,1% anual entre 2000 y 2009.

La contracción del comercio mundial implicó una sobreoferta en la capacidad de carga del mercado de porta-contenedores, tanto por la menor demanda como por las nuevas naves en operación, lo que se tradujo en una aguda caída en el valor de los fletes de transporte de contenedores. Adicionalmente, las navieras debieron ajustar las órdenes de compra de naves para no exacerbar la situación, dada la incertidumbre sobre la duración de la crisis.

De esta manera, **CSAV** experimentó una abrupta caída en su demanda y una fuerte baja en los precios. En 2009 el volumen de carga transportado por la empresa cayó un 18,3% anual, mientras las tarifas lo hicieron un 37%. Como consecuencia, el resultado operacional de la compañía fue de -US\$ 600 millones, el EBITDA de -US\$ 558 millones y la pérdida final del ejercicio de -US\$ 669 millones.

Plan de fortalecimiento financiero de CSAV

Considerando el panorama descrito y pese a su viabilidad de largo plazo, la empresa presentó serias dificultades para cumplir con el pago de los arriendos de las naves. En consecuencia, **CSAV** debió diseñar un plan con el objeto de enfrentar el difícil escenario de corto plazo y, además, fortalecer la empresa para en el mediano competir en la eventual recuperación. Las medidas tomadas fueron:

- a) Aumentos de capital:** La empresa llevó a cabo aumentos de capital entre julio de 2009 y abril de 2010, recaudando US\$ 773 millones. En los dos primeros participaron los controladores de la empresa, con enteros de US\$ 413 millones. En el tercero participaron los armadores (dueños de las naves arrendadas a **CSAV**), entrando a la propiedad con poco más de un 17% del capital total.
- b) Negociaciones con los armadores:** Lo medular del trato consistió en que los armadores participaban del tercer aumento de capital antes mencionado. El pago de las acciones se realizaba mediante la rebaja de los arriendos de las naves, obteniéndose por dos años tarifas más acordes con la situación que vivía el mercado.
- c) Modificación de la oferta de transporte:** Se readecuó la oferta de servicios de transporte en los tramos Sudamérica-Europa, Europa-Asia (cuya actividad fue más afectada), Golfo de México y Centro-Sudamérica, y en el recorrido costa Oeste-Este de Sudamérica.
- d) Cambios en los pedidos de naves:** La empresa renegó un encargo de cinco naves de 12.600 teus de capacidad (US\$ 644 millones en total), cambiándolo por uno de cinco naves de 8.000 teus (US\$ 625 millones en conjunto). Además, la empresa negoció el financiamiento del 70% de estos barcos, del 60% de otros dos y del 65% de un octavo, los tres últimos de 6.600 teus.
- e) Ajuste y crecimiento de la flota:** La empresa definió como política aumentar el porcentaje de flota propia, desde el 9% actual a un valor de entre 20% a 30%. Mediante compras y ventas, llevó a cabo una reorganización de los negocios que mantenía con otras navieras, controlando completamente seis naves adicionales y vendiendo el 50% que mantenía en otras tres. Aprovechando la capacidad disponible en el mercado, tomó nuevos arriendos, pasando de la posición quince a la séptima de flota naviera de porta-contenedores, con más de 535 mil teus, aumentando su capacidad de transporte en un 85% desde enero de 2009.

Hechos Recientes

Durante el primer semestre de 2010, **CSAV** ha logrado revertir los malos resultados obtenidos en igual lapso de 2009. Sus ingresos se incrementaron 64%, hasta US\$ 2.478 millones, el resultado operacional pasó de una pérdida de US\$ 425 millones a una ganancia de US\$ 39 millones, mientras que el resultado del ejercicio fue de US\$ 37 millones, en contraste con los -US\$ 402 millones del primer semestre de 2009. El EBITDA, en tanto, fue de US\$ 73 millones (-US\$ 406 millones en la primera mitad de 2009). Lo anterior se debió al aumento de 55% en la carga transportada por la empresa y a un incremento en las tarifas, como consecuencia del repunte del comercio mundial.

El 27 de agosto recién pasado la empresa aprobó un aumento de capital por US\$ 400 millones.