

Por evolución del mercado y eventual venta de la filial SAAM

Humphreys baja a BBB+ la clasificación de los bonos de Vapores y la tendencia queda "En Observación" con implicancias negativas

Santiago, 25 de marzo de 2011. **Humphreys** acordó modificar a la baja, desde "Categoría A-" a "Categoría BBB+", la clasificación de los bonos emitidos por **Compañía Sudamericana de Vapores ("Vapores")**. La tendencia se calificó "En Observación".

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, repercuten negativamente en los resultados de **Vapores**, aunque 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 periodos de fuerte crecimiento en los resultados, también se sucederán ciclos altamente adversos, aunque recalcando 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 **Vapores** 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.

No obstante, la baja de la clasificación de riesgo se fundamenta en la evolución que ha estado experimentando la industria, manifestada en una tendencia que tiende 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 (lo que se aprecia en la caída de las tarifas de los últimos meses, aunque se mantengan por sobre el peor nivel de la crisis de 2008-2009). Es en este ámbito en donde se inserta el plan de desarrollo que está llevando a cabo **Vapores**. 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 **Vapores**.
- 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) **Vapores** 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 **Vapores**, 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 una 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 **Vapores** 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 pueden 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 **Vapores** 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 incrementos 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.

Tendencia "En observación" con implicancia negativa

La tendencia asignada 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 **Vapores** (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 **Vapores** 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, **Vapores** 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 matriz.

La venta de una parte de la participación en SAAM llevará a que la matriz disponga sólo de los dividendos a repartir por aquella, implicando así menores recursos disponibles, lo que, en el mejor de los casos, bajo el supuesto de reparto del 100% de las utilidades, llevará 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 **Vapores**. 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 US\$ 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 **Vapores** 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 **Vapores** 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, sobre todo si la filial aborda nuevos proyectos intensivos en deudas.

Adicionalmente, pese a tener una presencia promedio diaria de 100%, considerando la disminución en la solvencia de **Vapores**, la clasificación de las acciones de la empresa se redujo a Primera Clase Nivel 2.

Vapores, 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, operador portuario, agenciamiento, bodegaje, armadora y administradora de barcos, entre otros.

Durante 2010 la empresa presentó ventas por US\$ 5.452 millones, una ganancia de US\$ 182 millones, y un EBITDA de US\$ 278 millones. En 2009, producto de la crisis que experimentó el mercado mundial de transporte marítimo de contenedores, dichas cifras fueron de US\$ 3.034 millones, -US\$ 653 millones y -US\$ 652 millones, respectivamente.

Contacto en **Humphreys**:

Carlos Ebensperger H.

Teléfono: 562 - 433 5219

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".