

Ratings

José Delgadillo
Analista Corporaciones
jdelgadillo@icrchile.cl

Maricela Plaza
Subgerente Corporaciones
mplaza@icrchile.cl

Fernando Villa
Gerente Corporaciones
fvilla@icrchile.cl

Francisco Loyola
Gerente Clasificación
floyola@icrchile.cl

Instrumentos	Rating	Acción de rating	Tendencia	Acción de tendencia	Metodología
Solvencia / Bonos	BBB-	Confirmación	Estable	Confirmación	Metodología general de clasificación de empresas; Metodología de clasificación de industria de servicios.
Títulos accionarios	Primera Clase Nivel 3	Confirmación	N/A	N/A	Títulos accionarios de sociedades anónimas.

Fundamentos de Clasificación

La acción de ratificación de ratings y tendencia de Compañía Sud Americana de Vapores (en adelante Vapores, CSAV, la compañía o la empresa) se sustenta por la buena posición de mercado que mantiene en sus segmentos de negocio, ocupando el quinto lugar entre las compañías de transporte de contenedores a nivel mundial (a través de su participación en Hapag-Lloyd), y alcanzando una participación aproximada de 20% en el transporte de vehículos dentro de los mercados de Chile y Perú.

Vapores presenta una buena diversificación, destacando como principales negocios el de portacontenedores y el de transporte de vehículos. La empresa ha seguido una estrategia de focalización en segmentos específicos, lo que ha implicado el cierre de negocios como el de transporte de carga refrigerada en naves especializadas (*reefer*), el transporte de carga a granel, tanto sólidos como líquidos, y recientemente el de transporte logístico y de *freight forwarding*. La estrategia anterior ha permitido a CSAV generar ventajas competitivas suficientes para enfrentar el alto nivel de competencia característico de la industria.

Adicionalmente, un elemento relevante en el rating asignado es el limitado control que tiene la compañía sobre variables macroeconómicas que impactan costos relevantes como el combustible y el arriendo de naves, lo que explica la inestabilidad en la generación de márgenes. No obstante, para mitigar en parte este factor, Vapores utiliza la indexación de tarifas de transporte a la variación del precio del petróleo, y además mantiene contratos de arriendo de naves calzados con sus necesidades de transporte para el mediano y largo plazo.

La clasificación de riesgo se ve impactada negativamente por la baja fortaleza financiera de la compañía, debido principalmente a sus niveles de deuda respecto a la capacidad de generación de flujos. Lo anterior se evidencia en indicadores de cobertura, que, pese a su mejora durante los primeros nueve meses de 2018, aún se mantienen en niveles débiles.

Así, la cobertura de gastos financieros netos pasó desde 0,57 veces a diciembre de 2017 hasta 0,79 veces a septiembre de 2018, mientras que el indicador de deuda financiera neta sobre EBITDA se redujo desde 20,81 veces a diciembre de 2017 hasta 18,11 veces a septiembre de 2018. Cabe mencionar que dichos indicadores no consideran flujos

procedentes desde Hapag-Lloyd, la que durante 2018 realizó un pago de dividendos por US\$ 30,2 millones a Vapores.

La evolución de los indicadores de cobertura va en línea con las bajas variaciones que han mostrado los indicadores de endeudamiento durante los últimos períodos.

La generación de flujos por parte de Vapores aún presenta una alta volatilidad, lo que ha dificultado reducir las pérdidas acumuladas que la compañía mantiene, transformándose en un factor clave para categorizar la fortaleza financiera de la compañía en un nivel bajo.

A septiembre de 2018, la compañía reportó ingresos por US\$ 69 millones (-15,9% respecto a septiembre de 2017), y un EBITDA de US\$ 4,9 millones (+46,9% respecto a septiembre de 2017). El resultado del ejercicio, en tanto, aumentó significativamente desde una pérdida por US\$ 199,4 millones a septiembre de 2017 hasta una utilidad de US\$ 5,4 millones a septiembre de 2018, variación que representa principalmente factores no operacionales, como la pérdida por dilución registrada en 2017 tras la fusión entre Hapag-Lloyd y United Arab Shipping (US\$ 167,2 millones), y el menor gasto por impuesto diferido dada la depreciación experimentada por el Euro.

El rating de Vapores podría variar positivamente en caso de evidenciar un fortalecimiento significativo de los flujos procedentes de la operación directa de la compañía, de la operación de su afiliada Hapag-Lloyd, o de pagos de dividendos recurrentes desde ésta última. Por otra parte, si la compañía deteriora significativamente sus indicadores de endeudamiento al tomar mayores niveles de deuda, la clasificación de riesgo de la compañía podría sufrir una modificación a la baja.

Un hecho relevante a considerar en la industria de transporte marítimo durante 2019, será la preparación de las compañías para dar cumplimiento a la regulación IMO 2020 sobre emisión de óxidos de azufre a la atmósfera. Lo anterior tendrá un impacto en costos, ya sea por el mayor precio del combustible que cumpla con las normas de emisiones dentro del corto plazo, o la adecuación de la flota actual en el corto-mediano plazo. Por lo tanto, se prevén eventuales aumentos en tarifas durante los siguientes períodos, de manera tal que absorban los mayores costos asociados a la regulación.

Definición de Categorías

SOLVENCIA/BONOS

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.

La subcategoría “-” denota una menor protección dentro de la Categoría.

TÍTULOS ACCIONARIOS

PRIMERA CLASE NIVEL 3

Títulos accionarios con una buena combinación de solvencia y estabilidad de la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

HISTORIAL DE CLASIFICACIÓN DE BONOS Y SOLVENCIA			
Fecha	Rating	Tendencia	Motivo
06-ene-17	BBB-	En Observación	Primera Clasificación
11-sep-17	BBB-	Estable	Cambio de Tendencia
31-ene-18	BBB-	Estable	Reseña anual
31-ene-19	BBB-	Estable	Reseña anual

HISTORIAL DE CLASIFICACIÓN DE TÍTULOS ACCIONARIOS			
Fecha	Rating	Tendencia	Motivo
11-may-17	Primera Clase Nivel 3	N/A	Primera Clasificación
31-ene-18	Primera Clase Nivel 3	N/A	Reseña anual
31-ene-19	Primera Clase Nivel 3	N/A	Reseña anual

La opinión de ICR Chile Clasificadora de Riesgo, 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 pública remitida a la Comisión para el Mercado Financiero, a las bolsas de valores y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.