



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

## Cambio de Clasificación

Analista

Carlos Ebersperger H.

Tel. 56 – 2 – 433 52 00

carlos.ebersperger@humphreys.cl

## Compañía Sud Americana de Vapores S.A. (CSAV)

Septiembre 2011

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°

Las Condes, Santiago – Chile

Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01

ratings@humphreys.cl

www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos Tendencia Clasificación anterior	<b>BBB- En Observación BBB+</b>
Acciones Tendencia Clasificación anterior	<b>Primera Clase Nivel 4 En Observación Primera Clase Nivel 2</b>
EEFF base	30 de junio 2011

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Bonos series A1 y A2	N° 274 de 12.10.2001

Estado de resultados consolidado IFRS				
MUS\$	2009	2010	Ene-Jun 2010	Ene-Jun 2011
Total ingresos	3.036.561	5.459.132	2.477.788	2.949.669
Costo de ventas	-3.486.750	-4.979.652	-2.320.788	-3.360.701
Gasto de administración	-246.176	-273.007	-116.110	-148.537
Resultado operacional	-696.365	206.473	40.890	-559.569
Costos financieros	-31.904	-42.570	-16.613	-21.175
Ganancia (Pérdida)	-549.798	188.678	49.208	-560.160
EBITDA	-652.300	278.006	73.592	-519.048

Estado de situación financiera clasificado consolidado IFRS			
MUS\$	31-12-2009	31-12-2010	30-06-2011
Activos corrientes	941.374	1.415.117	1.350.808
Activos no corrientes	1.230.210	1.803.042	1.909.125
<b>Total de activos</b>	<b>2.171.584</b>	<b>3.218.159</b>	<b>3.259.933</b>
Pasivos corrientes	1.012.215	957.667	1.107.825
Pasivos no corrientes	509.038	873.020	869.259
Total pasivos	1.521.253	1.830.687	1.977.084
Patrimonio	650.331	1.387.472	1.282.849
<b>Total pasivos y patrimonio</b>	<b>2.171.584</b>	<b>3.218.159</b>	<b>3.259.933</b>
Deuda financiera total	484.771	886.153	889.339

Estado de Resultados Consolidado PCGA					
MUS\$	2005	2006	2007	2008	2009
Ingresos de explotación	3.894.961	3.839.176	4.150.274	4.886.841	3.027.860
Costos de explotación	-3.366.506	-3.784.565	-3.784.340	-4.688.553	-3.357.844
Gastos de administración y ventas	-363.878	-290.859	-311.804	-331.799	-269.686
Resultado operacional	164.577	-236.248	54.130	-133.511	-599.670
Resultado fuera de explotación	2.215	158.175	99.853	121.520	-107.250
Gastos financieros	-35.223	-33.591	-38.024	-42.525	-33.709
Utilidad neta	132.303	-58.241	116.862	-38.617	-668.863
EBITDA	194.233	-201.828	93.318	-96.079	-557.996

Balance General Consolidado PCGA					
MUS\$	2005	2006	2007	2008	2009
Activos circulante	1.132.964	1.088.575	1.155.637	806.341	790.002
Activos fijo	272.086	278.252	323.807	614.613	664.771
Otros activos	405.228	334.475	462.013	441.389	497.001
Total activos	1.810.278	1.701.302	1.941.457	1.862.343	1.951.774
Pasivos circulantes	594.294	587.629	675.611	589.840	871.540
Pasivos a largo plazo	360.653	353.822	372.682	429.111	472.671
Patrimonio	28.317	11.638	13.323	19.087	16.922
Total pasivos	827.014	748.213	879.841	824.305	590.641
Deuda financiera	1.810.278	1.701.302	1.941.457	1.862.343	1.951.774

## Opinión

### Fundamento de la clasificación

**Compañía Sudamericana de Vapores (CSAV)**, fundada en 1872, es una empresa orientada al transporte marítimo global, con importante presencia en las rutas entre Sudamérica y el resto del mundo, y 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, operación portuaria, agenciamiento, bodegaje, armaduría, arriendo de contenedores y administración de barcos, entre otros.

Según la información al 30 de junio de 2011, la empresa presentaba activos por US\$ 3.260 millones, una deuda financiera por US\$ 889,3 millones y un patrimonio de US\$ 1.282,8 millones. Los ingresos y resultados del emisor son esencialmente variables, habiendo fluctuado los primeros entre US\$ 3.028 millones y US\$ 5.459 millones

durante los últimos cinco años, mientras que en el mismo período el EBITDA varió entre un -21,5% y un 5,1% de las ventas. Durante el primer semestre de 2011 la empresa presentó ventas por US\$ 2.949,7 millones, una pérdida de -US\$ 513,4 millones, y un EBITDA de -US\$ 519 millones. En el año 2010 dichas cifras fueron de US\$ 5.452 millones, US\$ 182 millones y US\$ 278 millones, respectivamente.

La disminución de la categoría de riesgo de los bonos emitidos por **CSAV** obedece al fuerte impacto negativo que ha provocado la reducción en la tarifas por transporte (24% desde septiembre de 2010) sobre el resultado operacional y final de la compañía durante el primer semestre del año en curso, incluso observándose en el segundo trimestre un menor desempeño contable en relación con el período enero-marzo. En efecto, durante el primer y segundo trimestre de 2011, la sociedad tuvo pérdidas finales de US\$ 182 millones y US\$ 337,2 millones, respectivamente; acumulando una pérdida por US\$ 519,1 millones, equivalente al 17,6% de sus ingresos de explotación para el mismo período.

A diferencia de la crisis vivida por la industria naviera a finales de 2008 y principio de 2009, en donde la reducción de los precios y la caída en la demanda por el servicio ocasionó pérdidas a los distintos operadores del sector, en la actualidad existen empresas navieras que –dada sus economías de escala, entre otros factores- han podido continuar entregando un servicio con superávit, al margen que su rentabilidad se hubiese resentido al compararse con el año 2010.

Las causas de los magros resultados de **CSAV** se explican por la sobrecapacidad de naves existentes en la industria en relación con la demanda por transporte naviero, situación que necesariamente presiona a la baja a las tarifas por fletes e impide que el incremento en el precio del petróleo -insumo relevante en términos de costo- pueda ser traspasado al valor de los servicios. Considerando la situación económica mundial, con bajas expectativas de crecimiento para los países desarrollados, y la entrada en operación de nuevas naves, en opinión de **Humphreys** se incrementa la incertidumbre respecto al plazo esperado para eliminar los excesos de oferta y, con ello, atenuar el principal factor que impide al emisor obtener resultados positivos.

En paralelo, se debe considerar que la sociedad está inmersa en un importante programa de inversión dentro de un mercado con una tendencia que tiende a consolidar la presencia de los grandes operadores y a la utilización de barcos de mayor tamaño. En este contexto, es importante considerar que **Humphreys** ha consignado en todos sus informes previos que *"los riesgos que implican en este negocio la adopción de políticas de crecimiento erradas son comparativamente mayores dado que la industria se caracteriza por alcanzar recurrentemente bajos niveles de rentabilidad operacional, incluso negativas en ciclos muy extremos. Esto abarca, entre otros elementos, políticas del número de naves y porcentaje de buques propios, y las rutas que una compañía naviera decidirá servir"*; siendo este un riesgo que puede o no materializarse y, si lo hace, puede presentar diversos niveles de severidad.

Sin perjuicio de lo anterior, la clasificación reconoce el fuerte compromiso de los accionistas de la sociedad, lo cual queda reflejado mediante los aumentos de capital que se han efectuados en el pasado, los créditos puentes que se han otorgados para apoyar la liquidez de la compañía y en el compromiso de suscribir futuras emisión de acciones. En particular, la clasificación asignada valora los recientes anuncios sobre disponibilidad de líneas de crédito con sus controladores (Quiñenco S.A. y Maritima de Inversiones S.A.) 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 anunciados. A juicio de la clasificadora, el soporte de los controladores le permitiría al

emisor acceder a la liquidez requerida para enfrentar los ciclos negativos que son recurrentes en la industria y que, producto de la volatilidad, se suceden con entornos altamente positivos; prueba de estos último es que, previo a la fuertes pérdidas exhibidas a la fecha, durante el 2010, en el trimestre junio a septiembre, se tuvo utilidades por US\$ 151 millones.

La clasificación de riesgo se mantiene "*En Observación*" en atención a que se espera verificar en la práctica el desarrollo de las medidas que está tomando o ha tomado la administración de la empresa para revertir sus resultados negativos, tanto aquellas de carácter más coyuntural (por ejemplo, cese de algunas rutas que generaban pérdidas y acuerdos de asociaciones con otras navieras), como las de tipo más estructurales (por ejemplo, aumento en la proporción de naves propias), esperándose que hacia el cuarto trimestre de 2011 los resultados tiendan a reflejar los efectos de dichas gestiones.

Es importante hacer notar, asimismo, que el anuncio del emisor de dividir la empresa en dos, enajenando Sudamericana Agencias Aéreas y Marítimas S.A. (SAAM, que entrega servicios marítimos a la nave y a la carga) implicará privar a **CSAV** de un importante estabilizador de flujos, por cuanto esta filial ha presentado en los últimos cuatro años un EBITDA promedio de US\$ 65,8 millones, versus -US\$ 120 millones consolidados para la matriz. A la luz de esta separación, resulta fundamental que se logre la estabilización del negocio de portacontenedores que está efectuando la empresa, por cuanto la nueva compañía sólo dispondrá de los resultados originados por el rubro de transporte marítimo de contenedores. En contraposición, se reconoce que la medida permitiría potenciar el desarrollo de SAAM, empresa que, de acuerdo con los términos del contrato de emisión de bonos, se mantendría como codeudor solidario de los títulos de deuda.

Importante es considerar que la clasificación de riesgo está referida a los títulos de deuda emitidos en el mercado local, los cuales al 30 de junio de 2011 tienen un valor nominal de US\$ 74,4 millones, de una deuda financiera que en total asciende a US\$ 889,3 millones de las cuales aproximadamente el 40% tiene vencimiento con posterioridad al último pago del cupón del bono.

Por otra parte, pese a que la presencia bursátil de los títulos accionarios se ha mantenido en 100% en el período de análisis, considerando la disminución en su solvencia y el aumento en la volatilidad de los resultados de **CSAV**, la clasificación de las acciones se reduce a *Primera Clase Nivel 4*, con tendencia "*En Observación*".

A futuro, la clasificación de riesgo de los bonos podría verse favorecida si la compañía recupera de forma sostenida la generación de flujos exhibida en el pasado con un nivel de endeudamiento moderado.

Asimismo, para la mantención de la clasificación de bonos es necesario que a futuro no aumente el nivel de endeudamiento consolidado de la compañía, en relación con el patrimonio de la misma, y no se mantengan en el tiempo las pérdidas observadas en los últimos trimestres. Por último, para la mantención de la clasificación de las acciones es necesario que la compañía conserve la clasificación asignada a los bonos.

## Hechos relevantes recientes

### Resultados primer semestre 2011

En este período, los ingresos consolidados de **CSAV** aumentaron un 19% hasta US\$ 2.949,7 millones, explicado por un incremento de 40% en la carga transportada (llegando a 1.735.410 Teus de arrastre) pero afectado negativamente por la caída en las tarifas promedio de los fletes, que entre otros ha disminuido producto del

deterioro de la situación económica principalmente en Europa y Estados Unidos. Por su parte, el costo de explotación creció en 44,8% hasta US\$ 3.360,7 millones, tanto por el mayor volumen transportado como por la mayor capacidad con que cuenta la empresa y por el aumento de precio del combustible, insumo fundamental para el rubro y cuyo precio se ha visto impactado por la situación política de los productores del norte de África y del Medio Oriente. Así, el margen de explotación pasó de una ganancia de US\$ 257 millones a una pérdida de – US\$ 411 millones. Los gastos de administración, en tanto, crecieron 27,9% hasta US\$ 148.5 millones, explicado por la mayor actividad del período. Con ello, el resultado operacional del semestre fue de -US\$ 559,6 millones (US\$ 40,9 en los primeros seis meses de 2010) y el EBITDA de –US\$ 519 millones (US\$ 73,6 millones a junio de 2010), mientras que el resultado del ejercicio pasó de una ganancia de US\$ 49,2 a una pérdida de US\$ 560,2 millones.

### Eventos recientes

El 23 de febrero de 2011 la empresa comunicó la renuncia de Jaime Claro Valdés a su cargo de presidente del directorio. El 15 de marzo último fue designado en su reemplazo Juan Antonio Álvarez Avendaño, anterior gerente general de la empresa. Por su parte, en el cargo de este último, se nombró a Arturo Ricke Guzmán.

Adicionalmente, en la misma fecha de marzo, el directorio aprobó un nuevo aumento de capital, por US\$ 500 millones, con el objeto de incrementar los recursos disponibles para la compra de naves en **CSAV** y para la ampliación de los negocios de SAAM.

El 22 de marzo último Marinsa S.A., controlador de **CSAV**, acordó la venta del 10% de la propiedad de esta última a la empresa Quiñenco S.A. (Quiñenco), del grupo chileno Luksic, con lo que disminuyó su participación hasta cerca de un 29%. Posteriormente, Quiñenco adquirió un 8% adicional de la propiedad a Marinsa, con lo que en la actualidad ambas sociedades tienen un 18% de la propiedad de **CSAV**, ejerciendo de manera conjunta el control de la empresa. En la junta de accionistas del 08 de abril de 2011, se designó como presidente del directorio a don Guillermo Luksic Craig, en representación de Quiñenco.

El 2 de mayo de 2011 **CSAV** anunció la creación de una gerencia general naviera-*containers*, encargada de todo lo relacionado con el transporte de contenedores; a ella reportarán las gerencias de líneas, la de terminales y logística, la de servicios a la carga e intermodal y la gerencia de *marketing* y comercial. En tanto, la anterior gerencia general pasó a llamarse gerencia general-corporativa, y a ella reportarán las gerencias de administración y finanzas, de estudios, armatorial, de transportes especiales y *chartering*, y la de recursos humanos.

El 13 de julio de 2011 **CSAV** anunció la suscripción con Mediterranean Shipping Company (MSC) de un acuerdo de operación conjunta en las rutas de transporte de contenedores de Norte de Europa-Oeste de Sudamérica, Asia-Sudáfrica, Este de Sudamérica-Medio Oriente, y Sudáfrica-Medio Oriente-India. Este acuerdo permite a la compañía optimizar la utilización de sus naves y de esa forma aumentar el volumen de negocios a la vez que reduce sus costos. Asimismo, el 28 de julio la empresa llegó a acuerdo con la naviera CMA CGM para operar conjuntamente la ruta Asia-Oeste de África.

El 2 de septiembre de 2011, la empresa anunció un nuevo plan destinado a fortalecer a la compañía ante el adverso escenario de mercado que está enfrentando. Como primera medida se aprobaron líneas de crédito puente con los controladores por un total de US\$ 350 millones (US\$ 250 millones con Quiñenco S.A. y US\$ 100

millones con Marítima de Inversiones S.A.), a ser giradas hasta el 31 de diciembre de 2011, y que cuentan con garantía de acciones de la filial SAAM. La segunda medida fue proponer un aumento de capital por US\$ 1.200 millones o el que sea aprobado (a ser sometido a aprobación del Directorio extraordinario convocado para el 5 de octubre) y de los cuales Quiñenco se comprometió a suscribir hasta US\$ 1.000 millones y Marítima US\$ 100 millones. En tercer lugar, bajo la condición de haberse enterado al menos US\$ 1.100 millones del aumento de capital propuesto, se someterá a aprobación la división de **CSAV** en dos sociedades, una dedicada al servicio de transporte de portacontenedores y la otra que continuará con el negocio de SAAM, entregando a los accionistas (con posterioridad de efectuado el aumento de capital propuesto) una acción de la nueva sociedad por cada acción de **CSAV** que mantengan. Finalmente, se comunicó que la empresa está en proceso de búsqueda de un socio estratégico, bajo distintas modalidades posibles.

## Definición de categorías de riesgo

### 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.

El signo “-” representa aquellos instrumentos con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

### Primera Clase Nivel 4

Corresponde a aquellos títulos accionarios que presentan una razonable combinación de solvencia y estabilidad en la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

### Tendencia “En Observación”

Corresponde a aquella clasificación cuyos emisores están expuestos a situaciones particulares que podrían afectar positiva o negativamente la clasificación de riesgo asignada. También, cuando los emisores están bajo situaciones cuyos efectos no se pueden prever en forma razonable a la fecha de clasificación.

## Oportunidades y fortalezas

**Respaldo del grupo controlador y capacidad de gestión:** El grupo Claro, co-controlador de la empresa, es uno de los principales conglomerados económicos de Chile, siendo dueño, además, de Viña Santa Rita, Cristalerías Chile, Elecmetal, Diario Financiero y el canal de televisión Mega. Por su parte, el grupo Quiñenco es dueño de CCU, Shell Chile, Madeco, y co-propietario del Banco Chile. Lo anterior implica que los controladores poseen la capacidad para entregar un efectivo respaldo financiero a **CSAV**, como el manifestado a través de la suscripción de sucesivos aumentos de capital para el plan de fortalecimiento financiero llevado a cabo por parte del grupo Claro y recientemente en conjunción con Quiñenco. Adicionalmente, la empresa ha demostrado la capacidad de su plana administrativa al negociar con éxito con armadores, astilleros y bancos, lo que le permitió superar con éxito el peor momento de la crisis.

**Estructura financiera conservadora:** La compañía ha llevado a cabo una política de crecimiento basada en un bajo nivel de endeudamiento y alta liquidez financiera, permitiéndole sobrellevar los periodos de baja del negocio, caracterizado por su alta variabilidad. Si bien en el último año ha incrementado su nivel de deuda financiera para costear parte de su plan de expansión de flota propia, la estructura de dicho endeudamiento es tal que por los próximos diez años el máximo desembolso a efectuar por este concepto llega a cerca de US\$ 74 millones. Paralelamente, la empresa tiene como política mantener un elevado volumen de recursos líquidos, los que al 31 de marzo alcanzaban a US\$ 368 millones, con el objeto de hacer frente a los periodos de contracción en resultados.

**Filial SAAM:** Cabe mencionar la importancia para **CSAV** de la filial Sudamericana Agencias Aéreas y Marítimas S.A. (SAAM), empresa relevante a nivel sudamericano en lo relativo al negocio de agenciamiento naviero y operación portuaria, que opera en 56 terminales portuarios en once países de América. En Chile administra los puertos de Arica, Iquique, Antofagasta, San Antonio, San Vicente, Panul y Corral. Durante los últimos años la filial ha extendido aún más sus actividades, destacándose la operación en Port Everglades (Florida, Estados Unidos) y el Terminal Portuario de Guayaquil, y la expansión del servicio de remolcadores en Brasil

Cabe destacar que en los últimos cinco años, mientras que para la matriz **CSAV** el EBITDA varió entre -US\$ 656 millones y US\$ 277 millones, en el caso de SAAM lo hizo entre US\$ 16 millones y US\$ 80 millones, mientras que si la utilidad de **CSAV** se movió entre y entre -US\$ 550 millones y US\$ 189 millones, en el caso de SAAM lo hizo en un rango de entre y entre US\$ 40 millones y US\$ 69 millones, lo que demuestra la importancia como estabilizador de los flujos de **CSAV** que tiene SAAM.

**Integración vertical y horizontal:** Al tener una integración vertical a través de su filial SAAM, **CSAV**, por cuenta propia, mantiene presencia en las distintas etapas del negocio marítimo (transporte, equipamiento portuario, operación portuaria, agenciamiento, bodegaje, armaduría y administración de barcos, entre otros) y, con ello, posee una generación de flujos diversificada en términos consolidados y que no necesariamente está relacionadas entre sí (aunque debe reconocerse que existe una clara preponderancia de los ingresos ligados al precio del flete naviero). Asimismo, el emisor cuenta con oficinas de representación en los mercados más importantes del mundo, además de una red de agencias en 117 ciudades de 87 países, mientras que en las agencias de su propiedad se genera un 87% de las ventas de la empresa, lo que le permite poseer una adecuada cobertura en su red comercial, además de no depender mayormente de intermediarios.

**Potencial de crecimiento del transporte marítimo de contenedores:** Si en 2007 un 49,7% del transporte marítimo se hizo en contenedores, esa proporción subió a 52,3% en 2010, lo que es consecuencia de las elevadas tasas de crecimiento de este tipo de transporte, puesto que si en los últimos 30 años el comercio mundial se expandió a un promedio anual de 7,1%, el transporte de contenedores por mar lo hizo a un 8,1%. Lo anterior implica que el sector tiene un importante potencial de demanda, entre otras razones por la diversidad de tipos de carga que puede ser transportada en este medio.

**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 escala. Ello, sumado al desarrollo interno y a la adquisición de nuevas filiales, ha permitido una mejor posición de la compañía en los mercados en donde participa, principalmente importante



en la costa oeste y este de Sudamérica, logrando ubicarse entre los ocho actores más relevantes dentro del contexto mundial del transporte de contenedores.

## Factores de riesgo

**Volatilidad del mercado:** El aumento discrecional por parte de los operadores de la oferta de capacidad de carga origina, a nivel de mercado, una alta volatilidad en las tarifas de transporte marítimo y de arriendo de naves, afectando la estabilidad de los resultados de las compañías del sector. Esta situación se ve acentuada por los fuertes cambios que puede experimentar la demanda en períodos relativamente cortos de tiempo. El hecho de que sea demasiado caro mantener una nave detenida sin mover carga presiona fuertemente a la baja las tarifas de transporte en tiempos de exceso de oferta, como fue la situación producida a raíz de la crisis económica global de 2008-2009. Asimismo, los grandes operadores del mercado son capaces de iniciar períodos de elevada competencia, manifestada en la disminución de las tarifas actualmente en curso, llevando a toda la industria hacia un período contractivo de resultados, lo cual resulta difícil de contrarrestar para una empresa de menor tamaño relativo como **CSAV**, pese a estar en la octava posición a nivel mundial en términos de capacidad.

**Exposición a variables exógenas:** El transporte marítimo es altamente dependiente del comercio internacional. De esta forma, toda situación política o económica que afecta el intercambio comercial entre los países o en rutas particulares, repercute en el nivel de actividad del transporte naviero.

Por otro lado, la situación internacional, producto de los actos terroristas, genera incertidumbre debido a que repercute en la seguridad del transporte marítimo. El alza de precio del petróleo, además de incrementar los costos, podría frenar o desacelerar el crecimiento de la economía mundial. El fortalecimiento de las monedas, por su parte, podría generar dificultades en las pequeñas y medianas empresas, tanto exportadoras como sustitutas de importaciones, afectando el nivel de actividad.

Por último, cabe mencionar que ante eventos negativos para el ecosistema marino (por ejemplo, derrame de petróleo u otros químicos) la compañía puede verse afectada por elevadas multas medio ambientales. En todo caso, existe como atenuante la presencia de seguros que cubren la totalidad de estos eventos.

**Posibles políticas de crecimiento erradas:** Los riesgos que implican en este negocio la adopción de políticas de crecimiento erradas son comparativamente mayores, dado que la industria se caracteriza por alcanzar recurrentemente bajos niveles de rentabilidad operacional, incluso negativas en ciclos muy extremos. Esto abarca, entre otros elementos, políticas del número de naves y porcentaje de buques propios, y las rutas que una compañía naviera decidirá servir.

**Tamaño relativo de la compañía:** A junio de 2010 **CSAV** se ubicaba como el octavo operador en términos de capacidad de transporte, pese a lo cual su tamaño relativo dentro del contexto global es menor en comparación a los líderes mundiales: tiene un 4% de la capacidad total del mercado, mientras los dos mayores tienen más del 10% cada uno, siendo éstos últimos capaces de influir fuertemente en el nivel de tarifas del mercado mundial. En todo caso, la compañía ha mitigado fuertemente este hecho con la incorporación tanto de naves propias como de un mayor número de naves en arriendo, lo que disminuye la dependencia de otras empresas que a la vez son competencia directa, rindiendo frutos al escalar dentro del *ranking* de operadores en términos de

capacidad de transporte. A esto se une el que 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.

Para mayor información, revisar el Informe de Clasificación de Riesgo Anual de CSAV, publicado el 29 de julio de 2011 en nuestra página *web*.

## Características de los títulos de deuda

Características de los bonos vigentes – Series A1 y A2		
Nº y fecha de inscripción	Nº 274 de 12-10-2001	
Monto máximo	UF 2.500.000	
Fecha de vencimiento	01-oct-2022	
Plazo vencimiento	10 años	
Covenants Financieros (Adaptados a IFRS)		
Covenant	Objetivo	Valor al 30-06-2011
Endeudamiento <sup>1</sup>	No superior a 1,2 veces el patrimonio	0,59 veces
Patrimonio mínimo	US\$ 350 millones	US\$ 1.282,8 millones

*“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”.*

<sup>1</sup> (Otros Pasivos Financieros (corrientes y no corrientes) + Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas (corrientes y no corrientes) + Otros pasivos no financieros (corrientes y no corrientes) – Dividendos mínimos obligatorios – Obligaciones por Contratos de Concesiones (corrientes y no corrientes) – Ingresos en cursos – Derivado asociado al préstamo Aflac ) / (Patrimonio total+ Dividendos mínimos obligatorios).