



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:

Anual desde Envío Anterior

Analista

Margarita Andrade P.

Tel. (56-2) 2433 5213

margarita.andrade@humphreys.cl

Compañía Sud Americana de Vapores S.A.

Julio 2013

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 2433 52 00 – Fax 2433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

| Categoría de riesgo | |
|--------------------------------|--|
| Tipo de instrumento | Categoría |
| Bonos Acciones Tendencia | BB Segunda Clase Estable |
| Otros instrumentos | No hay |
| EEFF base | 30 junio 2013 |

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

| Estado de resultados por función consolidado IFRS | | | | | |
|--|-----------------|----------------|-------------------|-----------------|----------------|
| MUS\$ | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | Ene-Jun 2013 |
| Ingresos de actividades ordinarias | 3.033.708 | 5.214.623 | 4.795.916 | 3.431.782 | 1.651.525 |
| Costo de ventas | -3.486.750 | -4.742.018 | -5.630.540 | -3.388.411 | -1.620.116 |
| Ganancia bruta | -453.042 | 472.605 | -834.624 | 43.371 | 31.409 |
| Gastos de administración | -239.728 | -264.829 | -262.920 | -245.844 | -118.746 |
| Otros ingresos y gastos ¹ | 10.326 | 13.420 | -9.723 | 11.177 | 14.747 |
| Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales | -682.444 | 221.196 | -1.107.267 | -191.296 | -72.590 |
| Gastos financieros | -31.904 | -42.570 | -36.268 | -44.078 | -20.211 |
| Resultado del ejercicio | -653.423 | 181.503 | -1.239.483 | -309.468 | -61.131 |
| EBITDA | -641.974 | 297.438 | -1.055.984 | -131.946 | -40.166 |

¹ Incluye Otros ingresos, por función + Otros gastos, por función + Otras ganancias (pérdidas).

| Estados de situación financiera clasificado consolidado IFRS | | | | | |
|--|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| MUS\$ | 31-12-2009 | 31-12-2010 | 31-12-2011 | 31-12-2012 | 30-06-2013 |
| Activos corrientes | 941.374 | 1.415.117 | 854.559 | 653.381 | 568.793 |
| Activos no corrientes | 1.230.210 | 1.803.042 | 2.324.950 | 1.829.269 | 1.790.529 |
| Total activos | 2.171.584 | 3.218.159 | 3.179.509 | 2.482.650 | 2.359.322 |
| Pasivos corrientes | 1.012.215 | 957.667 | 1.546.976 | 749.181 | 1.000.861 |
| Pasivos no corrientes | 509.038 | 873.020 | 1.028.238 | 867.950 | 555.591 |
| Total de pasivo | 1.521.253 | 1.830.687 | 2.575.214 | 1.617.131 | 1.556.452 |
| Patrimonio no controladores | 18.174 | 23.430 | 18.823 | 10.082 | 10.115 |
| Patrimonio controladores | 632.157 | 1.364.042 | 585.472 | 855.437 | 792.755 |
| Patrimonio total | 650.331 | 1.387.472 | 604.295 | 865.519 | 802.870 |
| Total patrimonio y pasivos | 2.171.584 | 3.218.159 | 3.179.509 | 2.482.650 | 2.359.322 |
| Deuda financiera | 484.771 | 886.153 | 1.168.760 | 937.888 | 872.445 |

Opinión

Fundamento de la clasificación

Compañía Sudamericana de Vapores S.A. (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, agenciamiento, armaduría, y administración de barcos, entre otros.

Según la información al 30 de junio de 2013, la empresa presentaba activos por US\$ 2.359,3 millones, una deuda financiera por US\$ 872,4 millones y un patrimonio de US\$ 802,9 millones. Los ingresos y resultados del emisor son esencialmente variables², habiendo fluctuado los primeros entre US\$ 3.431,8 millones y US\$ 5.214,6 millones durante los últimos tres años, mientras que en el mismo período el EBITDA representó entre -22,0% y 5,7% de las ventas. En el año móvil³ a junio de 2013, la empresa presentó ingresos consolidados por US\$ 3.291,5 millones, una pérdida de US\$ 27,3 millones y un EBITDA de US\$ 39,9 millones. El primer semestre de 2013 obtuvo un resultado operacional de US\$ -72,6 millones, un EBITDA de US\$ -40,2 millones y un resultado del ejercicio de US\$ -61,1 millones.

La clasificación en "*Categoría BB*" de los títulos de deuda emitidos por la sociedad, responde a la baja capacidad mostrada por el emisor en los últimos años para generar flujos de caja positivos. Ello se ha traducido en pérdidas por US\$ 2.021 millones en el período 2009-2012, como consecuencia del exceso de oferta de la industria de transporte naviero debido a las sucesivas incorporaciones de nuevas naves, generalmente de mayor

² Producto de la volatilidad del mercado y, más recientemente, por los cambios en el tamaño de la compañía, que para la administración pretenden hacer más acotada su variabilidad en los ingresos.

³ Considera doce meses desde julio 2012 a junio 2013.

volumen, y el efecto de las crisis que han afectado y están afectando a la economía mundial, repercutiendo negativamente en el comercio internacional. Además, parte de los resultados negativos de **CSAV** fueron la secuela de las decisiones adoptadas por la administración y que, posteriormente, mostraron no ser acertadas, en particular la agresiva política de crecimiento del año 2010 (el volumen transportado ese año fue 62% superior al de 2009 y 32% mayor al de 2008). En este sentido, se reconoce que el nuevo controlador ha cambiado esta estrategia de crecimiento.

Por otra parte, si bien el proceso de clasificación siempre incorporó la volatilidad del sector naviero dentro de los factores de riesgo, no puede obviarse que la inestabilidad de la industria se profundizó en los últimos años, mostrando síntomas de cambios estructurales en su interior, siendo difícil en la actualidad pronosticar con algún grado de certeza razonable en qué plazo se podría producir un mayor equilibrio entre la oferta y la demanda y, en particular, en qué momento **CSAV** estará capacitada para generar flujos de caja positivos en forma persistente y consistente con su nivel de pasivos financieros (los cuales ascendían a US\$ 872 millones a junio de 2013). La persistencia de los excesos de oferta a nivel de la industria, no facilitan determinar cual es la rentabilidad de largo plazo del negocio, más allá de los ciclos propios del rubro. También, será importante evaluar en el tiempo las implicancias reales de abordar una estrategia de desarrollo basada en una mayor proporción de flota propia.

En contraposición, la clasificación de riesgo incluye como elemento positivo la capitalización de la compañía, con un patrimonio a junio de US\$ 803 millones, el cual ha permitido contrarrestar los efectos de las pérdidas obtenidas y apoyar el plan de desarrollo de la compañía. La situación del balance del emisor refleja el fortalecimiento de su posición ante eventuales bajas sustanciales en el valor de las tarifas o, en su defecto, ante una prolongación del plazo en que la industria restablezca sus precios de equilibrio. Asimismo, el proceso de evaluación recoge la habilidad exhibida por el emisor para soportar escenarios adversos, incluso en períodos de pérdidas. En el pasado, **CSAV** ha mostrado tanto su habilidad operativa para adaptarse a los cambios experimentados por la industria como, más recientemente, competencia en su gestión administrativa para enfrentar la contracción del sector naviero del período 2008-2009 -de carácter altamente excepcional por su magnitud- a través de un plan de fortalecimiento financiero ejecutado en 2009. Lo anterior se ve reforzado con un constante apoyo financiero por parte de los controladores de la sociedad (de reconocida solvencia), lo que se ha manifestado en la suscripción de sucesivos aumentos de capital.

Dentro de los factores que afectan negativamente la clasificación de la empresa, además de la inestabilidad que muestra la industria, se han agregado la exposición a variables exógenas que afectan a este mercado, en particular al costo del combustible usado por la empresa y que está ligado a los vaivenes del precio del petróleo. Asimismo, la industria se ve impactada por los efectos negativos que la situación política o económica provoca sobre el tráfico de mercados en particular, el fortalecimiento de monedas frente al dólar de los Estados Unidos, la falta de seguridad de ciertas rutas marítimas y las consecuencias financieras de problemas ecológicos.

Es importante considerar que **CSAV** inició un nuevo plan que, entre otras medidas, contempló el ingreso del grupo chileno Quiñenco como co-controlador de la firma en un inicio y como controlador en la actualidad, un importante fortalecimiento patrimonial, el crecimiento de la flota propia para disminuir el costo derivado del arriendo de naves y la suscripción de acuerdos de operación conjunta con otras navieras. Sin perjuicio de lo positivo que se estiman muchos de estos cambios, debe resaltarse que, a juicio de **Humphreys**, lo más

probable, dada las características del sector, es que en el futuro se sucedan nuevos ciclos desfavorables con una frecuencia y profundidad superiores al de la economía mundial en su conjunto.

Aparte de lo anterior, en la clasificación de acciones se considera que a pesar de la alta liquidez de los títulos emitidos por la sociedad, lo que se demuestra con los altos niveles observados de presencia bursátil mensual (se situó en 100% hasta abril de 2013 y en 99,44% en mayo y junio de 2013), la solvencia de la compañía y la rentabilidad de sus activos han tendido a deteriorarse.

La tendencia de clasificación se califica en “*Estable*”, atendiendo que, a juicio de la clasificadora, si bien los cambios internos experimentados por el emisor se consideran positivos, la inestabilidad económica mundial podría ralentizar la recuperación de la industria y, en consecuencia, afectar el desempeño de la empresa.

A futuro, la clasificación de riesgo de los bonos podría verse favorecida si la compañía recupera de forma sostenida su capacidad para generar flujos de caja positivos y a niveles acordes con el volumen de sus pasivos.

Asimismo, para la mantención de la clasificación de bonos es necesario que la sociedad logre revertir las pérdidas y mantenga controlado su nivel de endeudamiento.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortaleza central

- Comprobada habilidad para adaptarse a los cambios de la industria.

Fortaleza complementaria

- Respaldo del grupo controlador.

Fortaleza de apoyo

- Capacidad de gestión y experiencia.

Riesgos considerados

- Crecimiento en la oferta con procesos transitorios de sobre-oferta (riesgo recurrente dentro de la industria que genera volatilidad a las tarifas de transporte).
- Caída abrupta en la demanda (proceso poco recurrente, pero de impacto severo o muy severo).
- Interrupción del comercio internacional: guerras y suspensión de acuerdos comerciales, entre otros (riesgo permanente, susceptible de ser contrarrestado o atenuado).
- Variabilidad del precio de insumos (su mayor riesgo es en épocas de sobre-oferta por cuanto no es posible traspasar a precio el alza en los costos).
- Posibles políticas de crecimiento erradas (estrategias desacertadas en períodos de fuerte baja en las tarifas genera pérdidas de magnitud en la compañía).

Hechos relevantes recientes

Resultados 2012

Durante 2012 la empresa obtuvo ingresos por US\$ 3.431,8 millones, lo que implicó una disminución de 28,4% respecto al año anterior, explicado principalmente por la disminución de un 38% en el volumen transportado en los servicios portacontenedores, producto de la implementación del plan de reestructuración y la definición tomada en términos de permanecer en aquellas rutas donde la empresa tiene y puede desarrollar ventajas competitivas. El índice de tarifas de **CSAV** tuvo una recuperación moderada (15%) respecto al 2011.

Por su parte, los costos de ventas disminuyeron en 39,8%, hasta US\$ 3.388,4 millones, lo que se explica principalmente por la razón anterior. Se observa una mejora en la eficiencia en la operación de la empresa, reflejada en una caída del costo de dos puntos porcentuales, mayor que la caída del volumen transportado a pesar del mayor precio promedio de combustible (12%).

Los gastos de administración de 2012 totalizaron US\$ 245,8 millones, un 6,5% menos que en 2011, debido principalmente a la desvalorización de las monedas en países en que **CSAV** tiene presencia, junto con una reducción de la dotación. El resultado operacional del período alcanzó a US\$ -191,3 millones, mejorando respecto de la pérdida operacional de US\$ 1.107,3 millones de 2011.

Del mismo modo, tanto el resultado del ejercicio como el EBITDA de 2012 mostraron una recuperación respecto de los resultados del año anterior, aun cuando siguen siendo negativos, pasando desde US\$ -1.239,5 millones a US\$ -309,5 millones, y desde US\$ -1.056,0 millones a US\$ -131,9, respectivamente.

Resultados primer semestre 2013

En el primer semestre de 2013, los ingresos de **CSAV** disminuyeron en 7,8% respecto al primer semestre de 2012. Los costos de ventas, en tanto, fueron de US\$ 1.620,1 millones, disminuyendo 15,7% respecto de igual lapso de 2012. Por su parte, los gastos de administración llegaron a US\$ 118,7 millones, aumentando 0,5% a los seis primeros meses de 2012.

El resultado operacional del semestre fue de US\$ -72,6 millones y el EBITDA US\$ -40,2 millones, lo que se compara favorablemente respecto de los US\$ -239,7 millones y US\$ -212,0 millones, respectivamente, del primer semestre de 2012.

Hechos relevantes

Investigación por normativa de libre competencia: El 14 de septiembre de 2012 la compañía informa que en el marco de una investigación por normativa de libre competencia, que incluye a **CSAV** y a un conjunto de empresas navieras que participan del transporte marítimo de automóviles, la compañía ha recibido requerimientos de información de parte de autoridades del gobierno de los Estados Unidos de América y de la Oficina de Competencia de Canadá. De acuerdo a la información recabada por **CSAV**, dicha investigación tiene por objeto indagar sobre la existencia de ilícitos anticompetitivos relacionados con acuerdos de cooperación en materia de precios y reparto de clientes entre compañías navieras en el transporte marítimo de automóviles. El directorio ha decidido efectuar una provisión de US\$40 millones por los eventuales costos que la compañía pueda verse obligada a pagar en el futuro como resultado de estos procesos, en base a los volúmenes del negocio de transporte de vehículos en los diversos tráficos en que la compañía ha operado a nivel global. El monto provisionado es una estimación de tales desembolsos, bajo un criterio conservador por parte de la administración.

Plan de inversiones: El 3 de abril de 2013, el directorio de la compañía aprobó un plan de inversiones por hasta US\$ 570 millones, consistente en la adquisición de siete nuevas naves portacontenedores. Las naves de 9.300 Teus serán construidas por Samsung Heavy Industries (SHI), de Corea del Sur. Estas naves se recibirán a partir de fines del año 2014 y su objetivo será reemplazar parte de los barcos que actualmente arrienda la compañía. Con esta adquisición, **CSAV** subirá del 37% actual de flota propia a alrededor del 55%, sustancialmente superior al 8% que tenía a principios de 2011.

El plan de la compañía es financiar la adquisición de las nuevas naves con un 40% de capital (MMUS\$ 230 aproximadamente) y un 60% con deuda financiera (alrededor de MMUS\$ 340). En el mediano plazo, además, **CSAV** tiene la opción de ordenar al mismo astillero hasta siete naves adicionales de las mismas características y en similares condiciones.

Prepago deuda: Durante abril de este año la compañía prepagó la deuda en yenes por el US\$ 258 millones suscrita con American Family Life Assurance Company (AFLAC), sucursal Japón. Este prepago se negoció con un descuento de 46%, lo que generó un resultado positivo, neto de la pérdida que se produce por dejar sin efecto el seguro de cambio asociado a dicho crédito, de US\$ 53,8 millones.

Esta operación produjo, además, la liberación de depósitos en garantía por US\$ 25 millones. Para enfrentar el prepago de AFLAC, la compañía suscribió un préstamo por US\$ 140 millones con el Banco Latinoamericano de Comercio Exterior S.A., el cual será pagado con los fondos que se recauden del aumento de capital.

Aumento de capital: El 29 de abril de 2013 se aprobó un aumento de capital por US\$ 500 millones, cuyo objetivo es obtener parte de los recursos necesarios para el plan de inversión en naves, el pago del pasivo financiero antes mencionado y continuar el desarrollo de la compañía.

Definición de categorías de riesgo

Categoría BB

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

Categoría Segunda Clase

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

Oportunidades y fortalezas

Comprobada habilidad para adaptarse a los cambios de la industria: En el pasado, **CSAV** ha mostrado tanto su habilidad operativa para adaptarse a los cambios experimentados por la industria como, más recientemente, competencia en su gestión administrativa para enfrentar la contracción del sector naviero ocurrida en el período 2008-2009 -de carácter altamente excepcional por su magnitud- a través de un plan de fortalecimiento financiero ejecutado el 2009. Más allá de los resultados de los últimos años, no se puede desconocer que por años la empresa experimentó un desarrollo exitoso.

Respaldo del grupo controlador y capacidad de gestión: El grupo Quiñenco, calificado en grado de inversión y controlador de **CSAV**, es dueño de CCU, Shell Chile, Madeco, y co-propietario del Banco Chile. Lo anterior implica que posee la capacidad para entregar un efectivo respaldo financiero al emisor, como el

manifestado a través de la suscripción de sucesivos aumentos de capital para el plan de fortalecimiento financiero. 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.

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, llevando a toda la industria hacia un período contractivo de resultados, lo cual resulta difícil de contrarrestar para una empresa de menor tamaño relativo (cabe agregar que, según la opinión de la administración de **CSAV**, se ha notado un cambio en la estrategia de Maersk, desde un foco en la participación de mercado a uno de rentabilidad).

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. 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. Asimismo, 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.

Actualmente, más allá que el emisor ha disminuido su exposición a Europa, la inestabilidad económica de dicho continente podría repercutir en la generación de flujos de la compañía, producto de una menor actividad en sus rutas y debido a que la experiencia ha mostrado que los distintos segmentos de una industria no son independientes entre sí. Con todo, se espera que en el largo plazo los desequilibrios tiendan a ser menores y se retome la habitualidad de esta industria.

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.

Antecedentes generales

Empresa

CSAV es una sociedad anónima abierta, creada mediante escritura pública en Valparaíso con fecha 9 de octubre de 1872. Actualmente cuenta con domicilio en dicho puerto y en Santiago.

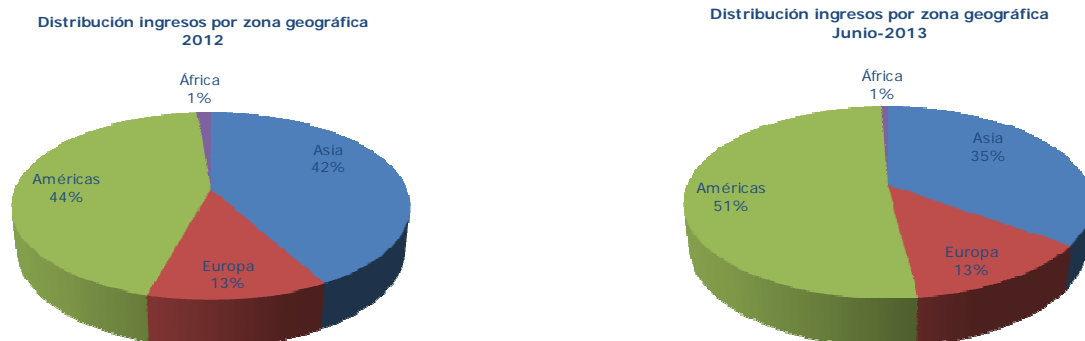
La sociedad emisora participa preferentemente en el transporte marítimo de carga en contenedores; además del transporte de graneles líquidos y sólidos, cargas refrigeradas y automóviles. Hasta febrero de 2012, contaba con la filial Sudamericana, Agencias Aéreas y Marítimas S.A. (SAAM, establecida en Chile en 1961), la cual ofrece servicios portuarios y de logística terrestre en diversos puertos de América, pero a partir de esa fecha se produjo la separación de **CSAV**, traspasándose las acciones de SAAM a la nueva sociedad resultante de la división. Dicho proceso implicó un aumento de capital por US\$ 1.200 millones, que se completó el primer trimestre de 2012.

Entre el segundo semestre de 2011 y el año 2012, la compañía llevó a cabo un plan de reestructuración que tuvo como resultados principales: el cierre de algunos servicios de transporte, la modificación significativa de la operación de otros, e importantes acuerdos de operación conjunta con otras compañías navieras. En este sentido, cabe destacar: la reducción de la capacidad de transporte de carga de la empresa en más de un 40% respecto de aquella operada a comienzos de 2011; el aumento del volumen de operaciones conjuntas desde alrededor de 30% a mediados de 2011 hasta un 100% en la actualidad; y el aumento de la capacidad de transporte propio desde el 8% a fines de 2010 hasta 37% a diciembre de 2012.

Servicios

CSAV opera 30 servicios de línea en los cinco continentes, a través de una red comercial en más de 80 países alrededor del mundo, generando cerca del 85% de sus ingresos a través de agencias propias.

Los ingresos por zona geográfica el año 2012 y el primer semestre de 2013 se muestran a continuación.



Flota de la compañía

A diciembre de 2012 la compañía operaba una flota conformada por 53 naves, de las cuales 63% estaban bajo arrendamiento (el plazo de la mayoría de los contratos varía entre los tres meses y cinco años) y el resto eran de propiedad del grupo.

Propiedad y administración

El capital de **CSAV** está conformado por 8.717.953.531 acciones suscritas y pagadas. Los doce mayores accionistas de la empresa son los indicados en la siguiente tabla.

| Accionista | Porcentaje de la propiedad |
|---|----------------------------|
| Inversiones Rio Bravo S.A. | 33,25% |
| Marítima de Inversiones S.A. | 12,35% |
| Philtra Limitada | 3,63% |
| Bolsa de Comercio de Santiago Bolsa de Valores | 2,80% |
| Banco Santander por Cuenta de Inv. Extranjeros | 2,50% |
| Fondo de Inversión Privado Aurora I | 2,45% |
| Banchile Corredores de Bolsa S.A. | 2,43% |
| Quiñenco S.A. | 2,33% |
| Banco Itaú por Cuenta de Inversionistas | 2,20% |
| Banco de Chile por Cuenta de Terceros No Residentes | 1,90% |
| Inmobiliaria Norte Verde S.A. | 1,86% |
| Celfin Capital S.A. Corredores De Bolsa | 1,81% |

Los accionistas que controlan la sociedad, ligadas al grupo Luksic, son:

| Accionista | Porcentaje de la propiedad |
|-------------------------------|----------------------------|
| Inversiones Rio Bravo S.A. | 33,25% |
| Quiñenco S.A. | 2,33% |
| Inmobiliaria Norte Verde S.A. | 1,86% |
| Total | 37,44% |

La administración de la compañía está liderada por el señor Óscar Hasbún Martínez, gerente general. A continuación se indican las distintas gerencias de la compañía:

| Estructura Gerencial | |
|--|--------------------------------------|
| Gerencia de Administración y Finanzas | Gerencia Servicios a la Carga |
| Gerencia de Desarrollo y Planificación Estratégica | Gerencia Sistemas |
| Gerencia Armatorial | Gerencia Planificación de Líneas |
| Gerencia Legal | Gerencia Comercial y Marketing |
| Gerencia de Recursos Humanos | Gerencia de Operaciones y Desarrollo |
| Gerencia Región WCSA | Gerencia Región ECSA |
| Gerencia Contraloría | Gerencia Servicios Especiales |
| Gerencia Desarrollo | |

Información de mercado

Negocio naviero

En los últimos 30 años la actividad naviera mundial ha experimentado un considerable crecimiento, explicado por el desarrollo económico y la globalización, el fuerte impulso exportador de las economías asiáticas y la desregulación del comercio exterior en general y del transporte naviero en particular. Esta tendencia se ha replicado en las economías latinoamericanas desde inicios de la década del '90, cuando la gran mayoría desreguló sus economías.

Hasta 2008 se observó un extraordinario aumento en la oferta de naves, provocado por el gran crecimiento de la demanda de los tráficos Asia-Europa y del Mar Negro, Medio Oriente y África, mientras que la economía mundial evolucionaba negativamente. Durante el último trimestre de 2008 y todo 2009, a consecuencia de la crisis económica mundial, en la mayoría de los tráficos, principalmente entre Asia y Europa y hacia Estados Unidos, los volúmenes transportados por los servicios de línea cayeron significativamente, al igual que las tarifas de fletes, muy castigadas por la sobreoferta de naves producida como consecuencia de la contracción mundial.

La actividad de transporte marítimo es muy competitiva y se caracteriza por ser muy sensible a la evolución de la actividad económica. Los desacoples entre ésta y la oferta de la capacidad de carga originan una alta volatilidad en las tarifas de transporte marítimo y de arriendo de naves.

Los servicios de transporte marítimo se pueden dividir en siete segmentos principales:

- ❖ Servicio de transporte de carga en contenedores.
- ❖ Servicio de transporte de automóviles.
- ❖ Servicio de transporte de graneles sólidos.
- ❖ Servicio de transporte de carga refrigerada.
- ❖ Servicio de transporte de cemento.
- ❖ Servicio de transporte de petróleo y derivados.
- ❖ Servicio de transporte de productos químicos.

De ellos, el segmento de mayor importancia para **CSAV** es el transporte de carga en contenedores.

Negocio de transporte de carga en contenedores

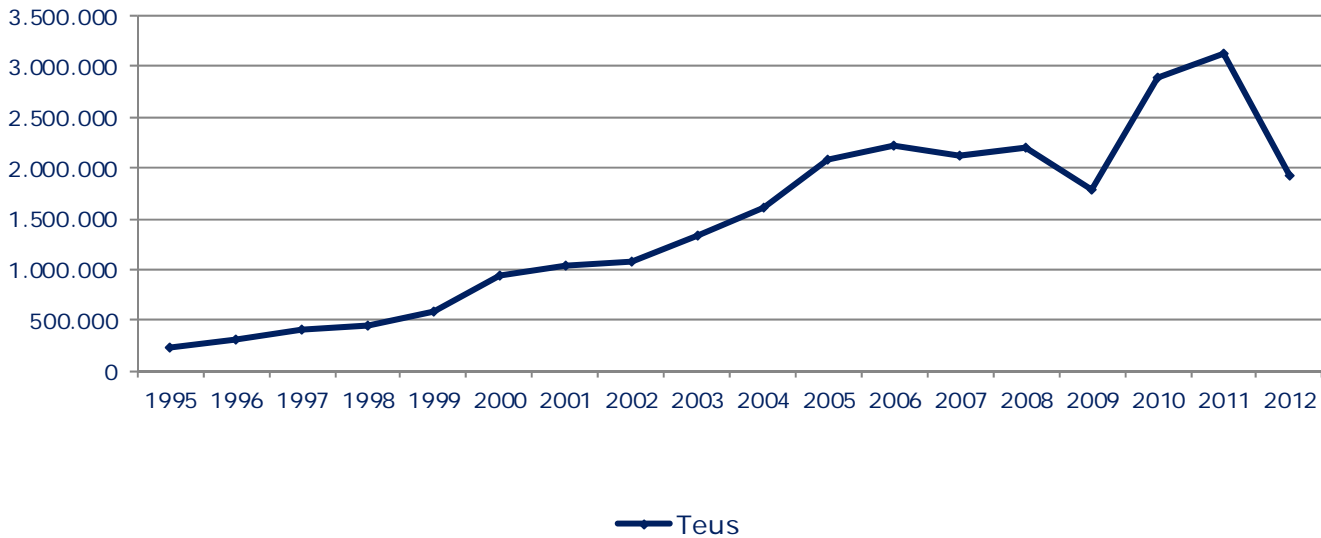
El segmento de transporte de carga general en contenedores ha tenido desde sus inicios un fuerte crecimiento. El rendimiento y calidad en el servicio que ofrece el contenedor ha permitido su desarrollo como alternativa a otros medios de transporte (por ejemplo, atrayendo mercancías que anteriormente eran transportadas a granel), lo que explica que el crecimiento de este segmento supere al comercio exterior en general.

La sostenida recuperación que presentó la demanda por contenedores con posterioridad a la crisis que afectó a la industria en 2001 se vio interrumpida en 2008 con la contracción en el comercio mundial originada en la crisis económica global y que conllevó, en el último trimestre de 2008, a una drástica caída en la demanda por

transporte marítimo, sin parangón en la historia del sector. Posteriormente se ha observado una elevada inestabilidad en la industria y la consecuente variabilidad en las tarifas.

En el siguiente gráfico se puede observar la tendencia de los últimos años en términos de carga transportada.

Evolución de la carga transportada por CSAV



Fuente: Memoria 2012.

En los últimos años el mercado se ha orientado a la conformación de alianzas y procesos de fusiones y adquisiciones, que buscan ampliar la cobertura de servicios y reducir los costos.

Marco regulatorio

El marco regulatorio vigente en Chile para la actividad naviera se rige principalmente a través de las siguientes leyes:

- Ley N° 2.222, del 31 de mayo de 1978, que regula las actividades concernientes a la navegación y las relacionadas con ella. Ha sido modificada por las leyes 18.011, del 1° de julio de 1981; 18.454, del 11 de noviembre de 1985; 18.680, del 11 de enero de 1988; 18.692, del 19 de febrero de 1988; 19.929, del 11 de febrero de 2004 y 20.070, del 8 de noviembre de 2005.

- El DL 3.059, del 22 de diciembre de 1979, que contiene un nuevo texto de la ley sobre Protección de la Marina Mercante Nacional.

Existen otras normas contenidas en diferentes cuerpos legales. Entre ellas, la Ley N° 19.911, del 14 de noviembre de 2003, que modificó totalmente las disposiciones del DL 211 sobre protección a la libre competencia, pero que opera coordinadamente con las reglas contenidas en el referido DL 3.059, de 1979.

En el ámbito internacional existe un conjunto de regulaciones que cubren diversos aspectos del negocio naviero. Cabe destacar aquellas que establecen normas medioambientales que impactan desde la construcción hasta la operación de las naves; aduaneras, que definen las prácticas de comercio que deben observar las partes; de

inmigración, que regulan las actividades de las tripulaciones; de operación portuaria y, más recientemente, normas antiterroristas.

Posición de mercado CSAV

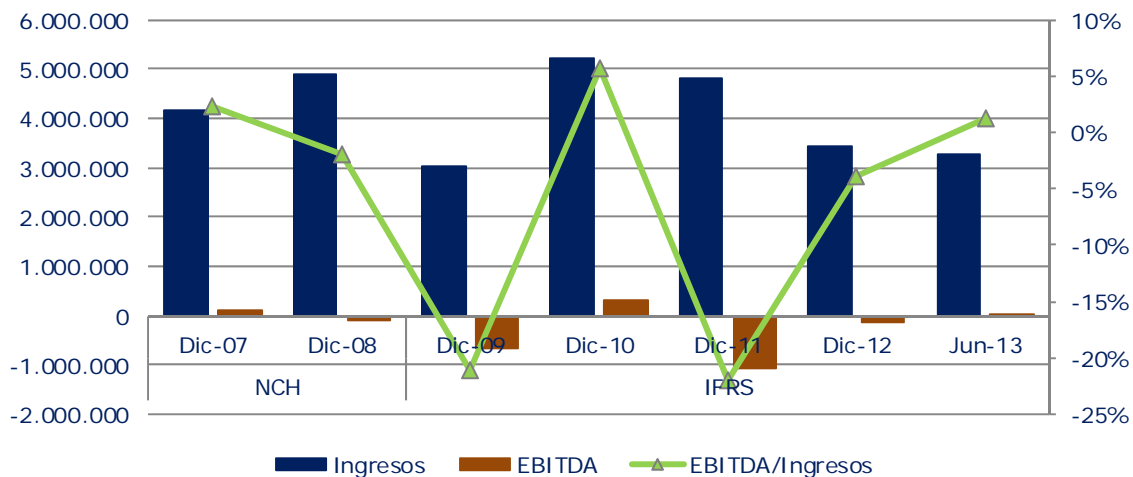
CSAV está posicionada como la naviera más importante de Latinoamérica y una de las veinte mayores del mundo, medido en términos de capacidad.

Análisis financiero⁴

Evolución ingresos y EBITDA

Entre 2003 y 2005 los ingresos de explotación de **CSAV** crecieron todos los años, observándose tasas de crecimiento anuales de al menos 23%, acorde con el crecimiento mostrado por la demanda mundial de transporte de contenedores y de carga en general. Durante el 2006 la tasa fue negativa, fundamentalmente por efecto de las menores tarifas de los fletes a nivel de mercado (originadas en una cada vez mayor oferta mundial de naves porta-contenedores), situación que se empezó a revertir en el primer trimestre de 2007, lo que le permitió en ese año y también en 2008 retomar el crecimiento. En 2009 se observa el efecto de la crisis económica en la demanda, provocando una caída en los ingresos de explotación de 38%, producto tanto de una menor demanda como también de tarifas inferiores a las anteriormente observadas. En la actualidad los ingresos muestran una tendencia a la baja, explicada principalmente por la disminución en la actividad de la compañía producto del plan de restructuración mencionado anteriormente.

Evolución de los ingresos y EBITDA

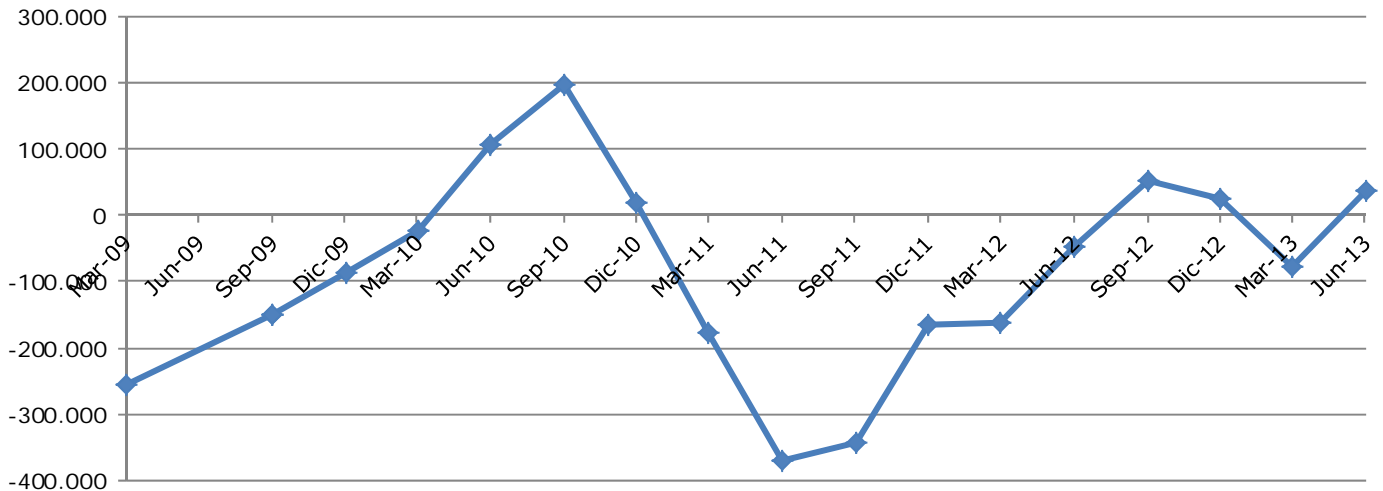


El EBITDA de **CSAV** ha tenido bastantes oscilaciones en los últimos cuatro años (2009 al 2012), siendo negativo en tres de ellos. Al observar el EBITDA trimestral se puede notar que en los últimos dos trimestres de 2012 el

⁴ La empresa utiliza estados financieros mediante la norma contable IFRS desde 2009. Se ha utilizado el año móvil para los indicadores de flujo a junio de 2013.

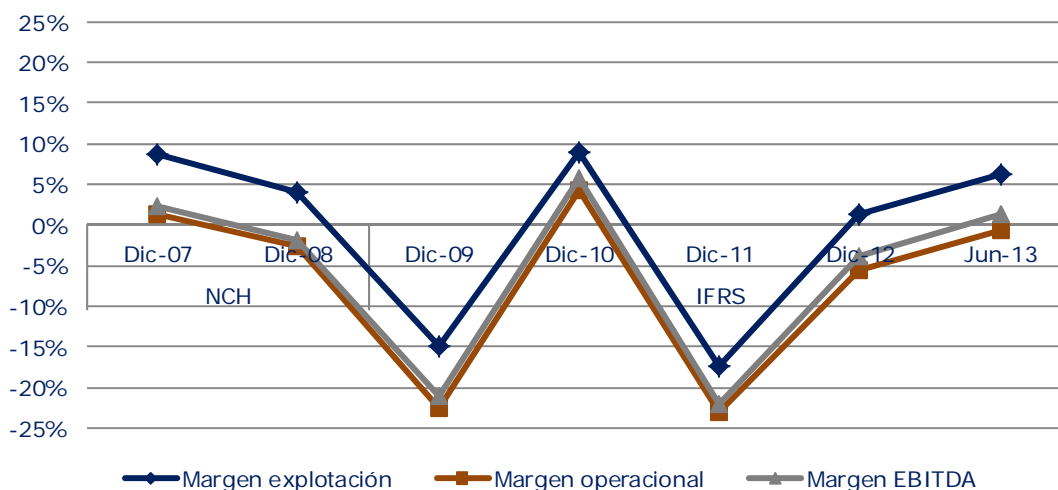
EBITDA fue positivo el cual volvió a caer a niveles negativos el primer trimestre debido a la estacionalidad del negocio naviero (primer trimestre de la industria naviera es más bajo en utilización y tarifas) y a la provisión por US\$ 40 millones, mencionado en los Hechos Relevantes (página 6).

EBITDA trimestral



La tasa de EBITDA a ingresos ha sido esencialmente volátil, moviéndose entre -22,0% y 5,7%. El margen de explotación y el resultado operacional, medidos como proporción de los ingresos, han seguido los mismos vaivenes que esta última razón.

Evolución márgenes

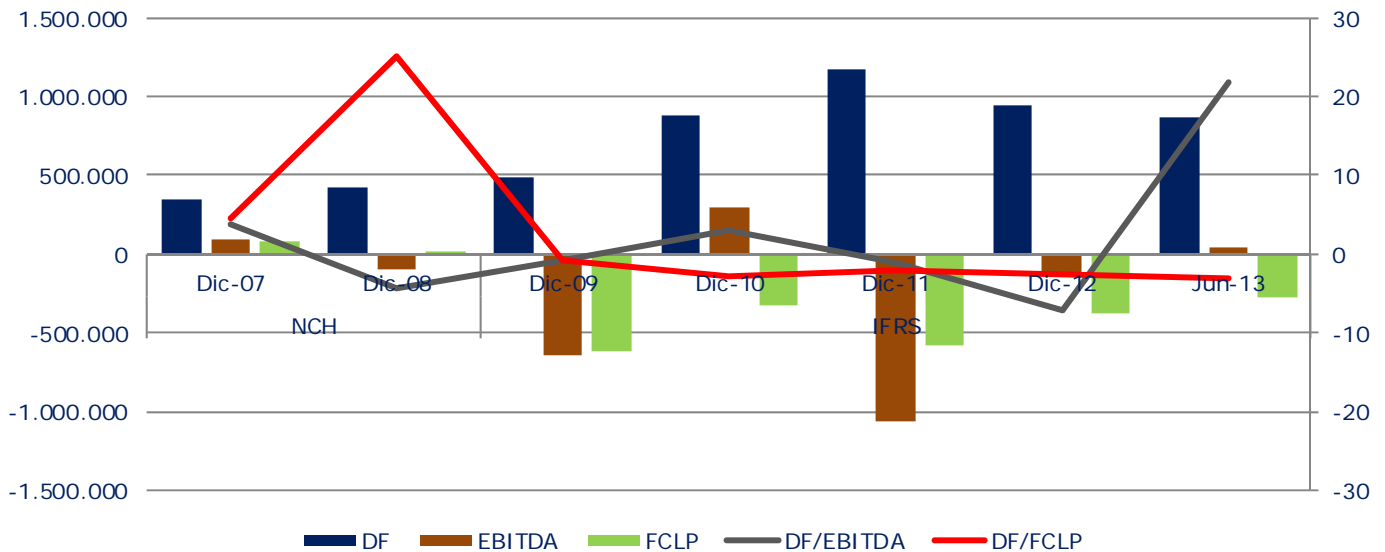


Endeudamiento financiero y liquidez

El endeudamiento financiero total de la empresa se mantuvo relativamente estable hasta 2009, período en el que comenzó a incrementarse. Por una parte, esto se debió a que se traspasó al balance deuda financiera (DF) que anteriormente no aparecía en él por estar registrada bajo negocios conjuntos, que correspondían a naves de propiedad compartida con otros operadores, mientras la empresa también ha tomado más deuda financiera

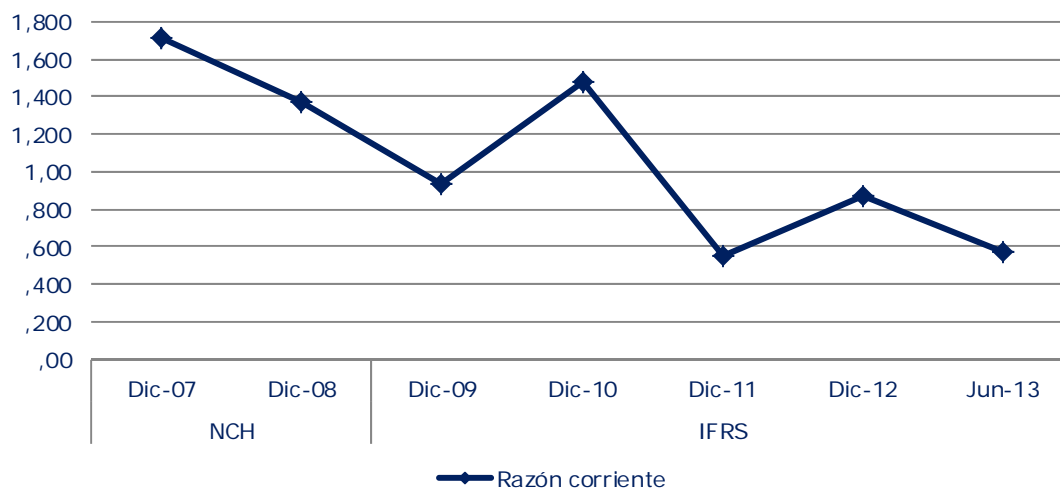
para financiar parte del plan de aumento de flota propia. En términos relativos, el indicador deuda financiera sobre EBITDA ha sido menor a cero en algunos períodos, mientras que la razón deuda financiera a Flujo de Caja de Largo Plazo⁵ permanece en negativo a consecuencia de las elevadas pérdidas de 2009 y 2011. Con todo, a junio 2013 la deuda financiera disminuyó un 25% respecto de 2011, llegando a US\$ 872,4 millones.

Evolución del endeudamiento



En general, la liquidez de la compañía medida como razón corriente⁶ ha tenido un comportamiento volátil, siendo inferior a 1,0 vez en los últimos períodos, mostrando a junio de 2013 un indicador de 0,6 veces. Cabe mencionar que para una empresa con el nivel de volatilidad que exhibe **CSAV** en sus resultados, resulta necesaria una política de caja que permita absorber los períodos de contracción.

Liquidez

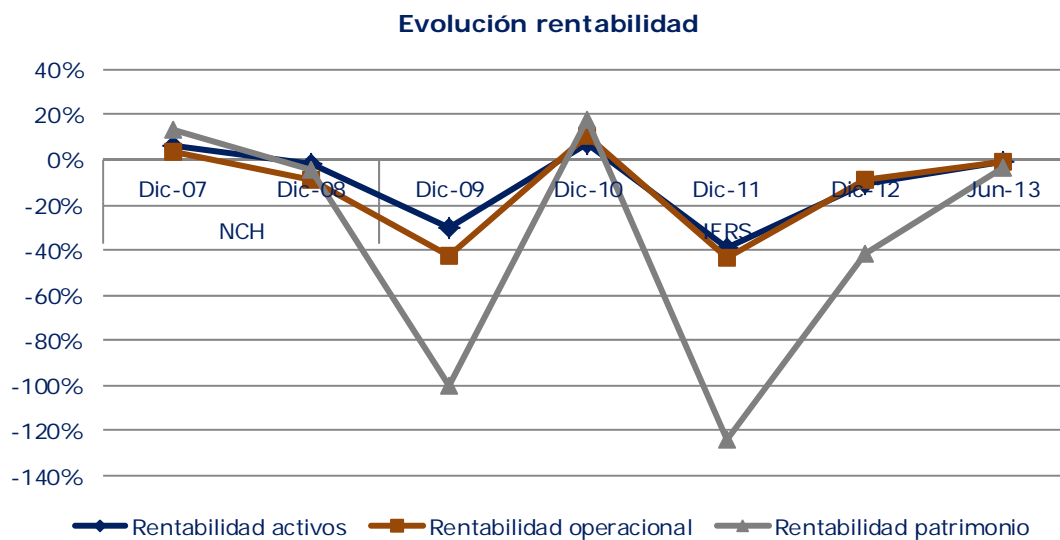


⁵ Indicador calculado por **Humphreys** que obtiene el flujo de los activos actuales usando el promedio de rentabilidad de los activos en los últimos cinco años, descontando intereses e impuestos pagados.

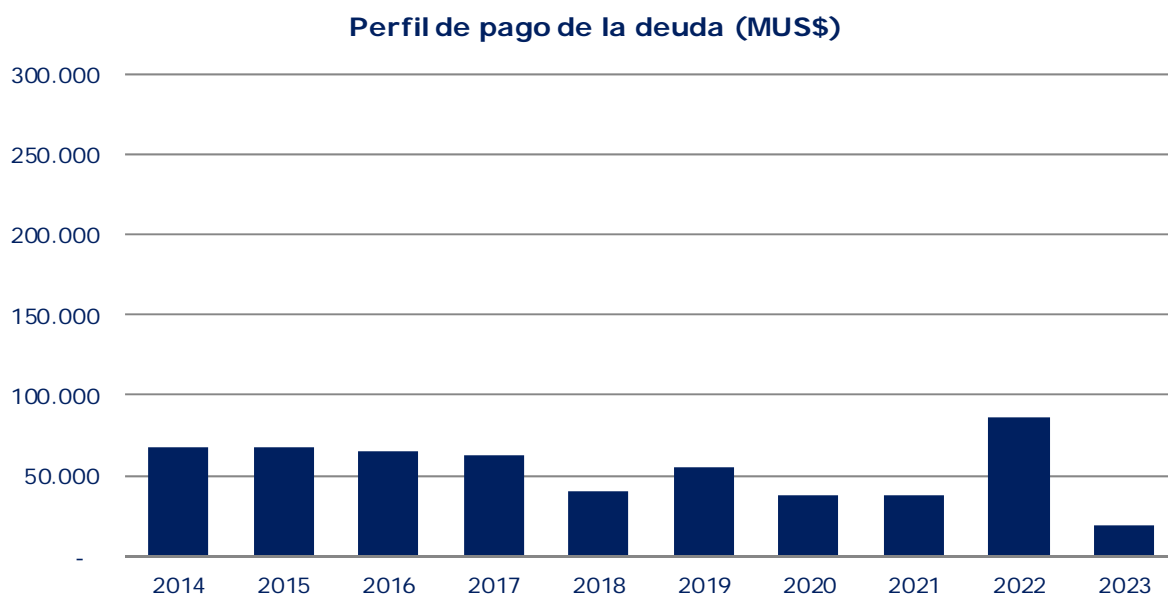
⁶ Razón corriente = activos corrientes / pasivos corrientes.

Evolución de la rentabilidad

Como consecuencia del comportamiento descrito anteriormente, los niveles de rentabilidad han seguido básicamente los movimientos del resultado operacional, con una fuerte caída en 2009, la que se incrementa el 2011. Las tasas máximas de retorno operacional y de los activos han llegado a 10% en algún período, pero por lo general se encuentran en niveles negativos.



Perfil de pago de la deuda



Características de los instrumentos

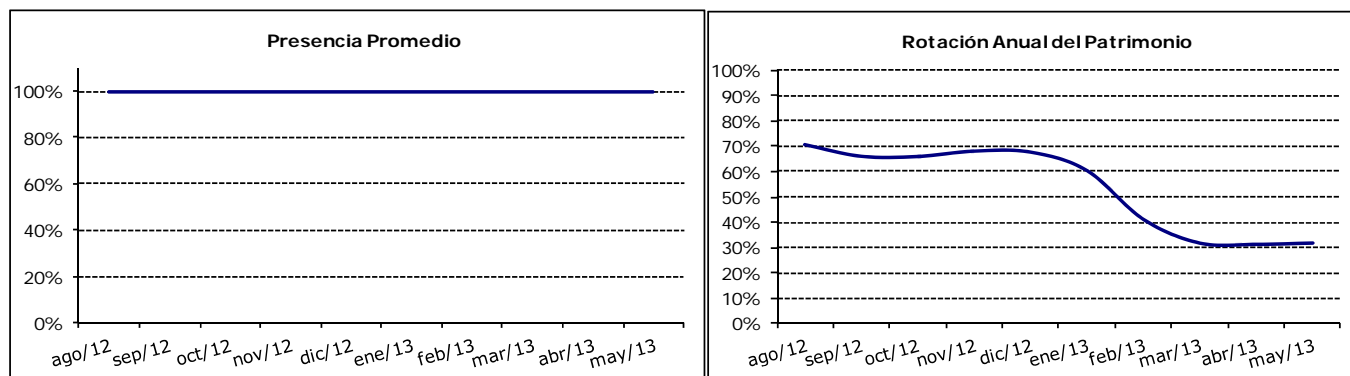
Características de los títulos de deuda

| Bonos series A1 y A2 | |
|-------------------------------|---------------------------------|
| Número y fecha de inscripción | Nº 274 de 12 de octubre de 2001 |
| Monto colocado (UF) | 1.950.000 |
| Fecha de vencimiento | 01 de octubre de 2022 |

| Covenants financieros | | |
|------------------------------|-------------------------|-------------------|
| | Límite | 30/06/2013 |
| Endeudamiento ⁷ | No superior a 1,2 veces | 1,1 ⁸ |
| Patrimonio mínimo | US\$ 350 millones | US\$ 793 millones |
| Activos libres de gravámenes | 1,3 veces | 7,99 |

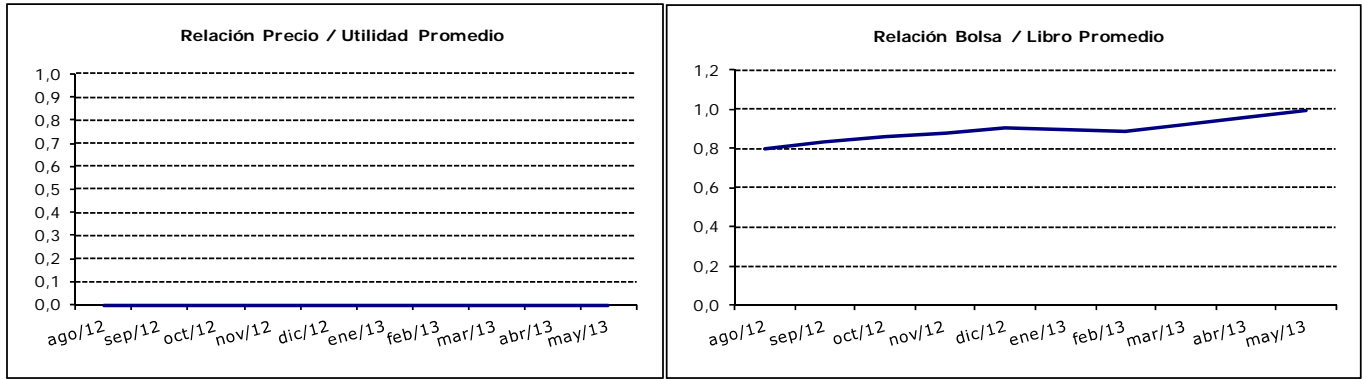
Desempeño bursátil de la acción

A continuación se presenta el comportamiento de las acciones de la compañía en términos de presencia promedio y rotación anual del patrimonio. Además, se exhibe la evolución de las razones bolsa-libro y precio-utilidad.



⁷ (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 operacionales en curso – Préstamo Aflac) / (Patrimonio total+ Dividendos mínimos obligatorios).

⁸ A marzo de 2013 el indicador alcanzó un valor de 1,2 veces. Durante el mes de abril, la compañía repagó la deuda que mantenía con AFLAC por US\$ 258 millones, para lo cual suscribió un préstamo por US\$ 140 millones con el Banco Latinoamericano de Comercio Exterior S.A., con lo cual redujo el *ratio* de endeudamiento.



“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.”