



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 2014

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
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 Tendencia Acciones Tendencia	BB En Observación Segunda Clase Estable
Otros instrumentos	No hay
EEFF base	31 marzo 2014

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Bonos series A1 y A2	Nº 274 de 12.10.2001

Estado de resultados por función consolidado IFRS					
MUS\$	2010	2011	2012	2013	Ene-Mar 2014
Ingresos de actividades ordinarias	5.214.623	4.795.916	3.431.782	3.205.950	745.195
Costo de ventas	-4.742.018	-5.630.540	-3.388.411	-3.210.417	-753.852
Ganancia bruta	472.605	-834.624	43.371	-4.467	-8.657
Gastos de administración	-264.829	-262.920	-251.313	-233.388	-54.688
Otros ingresos y gastos ¹	13.420	-9.723	11.177	16.677	-240
Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales	221.196	-1.107.267	-196.765	-221.178	-63.585
Gastos financieros	-42.570	-36.268	-38.609	-41.386	-10.131
Resultado del ejercicio	181.503	-1.239.483	-309.468	-167.626	-65.626
EBITDA	297.438	-1.055.984	-137.415	-161.600	-50.296

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

Estados de situación financiera clasificado consolidado IFRS					
MUS\$	31-12-2010	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-03-2014
Activos corrientes	1.415.117	854.559	653.381	597.554	552.462
Activos no corrientes	1.803.042	2.324.950	1.829.269	1.779.559	1.801.537
Total activos	3.218.159	3.179.509	2.482.650	2.377.113	2.353.999
Pasivos corrientes	957.667	1.546.976	749.181	763.240	828.082
Pasivos no corrientes	873.020	1.028.238	867.950	587.139	565.410
Total de pasivo	1.830.687	2.575.214	1.617.131	1.350.379	1.393.492
Patrimonio no controladores	23.430	18.823	10.082	10.311	10.572
Patrimonio controladores	1.364.042	585.472	855.437	1.016.423	949.935
Patrimonio total	1.387.472	604.295	865.519	1.026.734	960.507
Total patrimonio y pasivos	3.218.159	3.179.509	2.482.650	2.377.113	2.353.999
Deuda financiera	886.153	1.168.760	937.888	692.097	738.272

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.

Según la información al 31 de marzo de 2014, la empresa presentaba activos por US\$ 2.354,0 millones, una deuda financiera por US\$ 738,3 millones y un patrimonio de US\$ 960,5 millones. Los ingresos y resultados del emisor son esencialmente variables², habiendo fluctuado los primeros entre US\$ 3.206,0 millones y US\$ 5.214,6 millones durante los últimos cuatro años, mientras que en el mismo período el EBITDA representó entre -22,0% y 5,7% de las ventas. En el año móvil³ a marzo de 2014, la empresa presentó ingresos consolidados por US\$ 3.074,0 millones, una pérdida de US\$ 137,3 millones y un EBITDA negativo de US\$ 133,9 millones. El primer trimestre de 2014 obtuvo un resultado operacional de US\$ -63,6 millones, un EBITDA de US\$ -50,3 millones y un resultado del ejercicio de US\$ -65,6 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\$ 2.188 millones en el período 2009-2013, como consecuencia del exceso de oferta de la industria de transporte naviero debido a las sucesivas incorporaciones de nuevas naves, generalmente de mayor tamaño, y al efecto de las crisis de 2008 y su posterior impacto en el crecimiento de las economías más avanzada, repercutiendo negativamente en el dinamismo del comercio internacional. Además, cabe señalar, que

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 2013 a junio 2014.

parte de los resultados negativos que **CSAV** obtuvo en el pasado fueron consecuencia de las decisiones adoptadas por la administración de entonces, pero que ya fueron corregidas por la estrategia diseñada por los actuales controladores. Dado ello, no obstante que persiste el desafío de la compañía de elevar la rentabilidad de su negocio, en opinión de **Humphreys**, se estima como de baja probabilidad que en el mediano plazo se repitan las cuantiosas pérdidas incurridas en los últimos cinco años.

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\$ 738 millones a marzo de 2014). 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 y su eventual asociación con Hapag-Lloyd AG.

En contraposición, la clasificación de riesgo incluye como elemento positivo la capitalización de la compañía, con un patrimonio a marzo de US\$ 961 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** el 2011 inició un 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, dadas 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 99,26% en mayo de 2013 y abril de 2014), la solvencia de la compañía y la rentabilidad de sus activos no ha sido satisfactoria.

La tendencia de clasificación de los bonos en “*En Observación*” obedece a la suscripción de un contrato denominado *Business Combination Agreement* (Contrato de Combinación de Negocios, BCA) entre el emisor y Hapag Lloyd AG (HL), empresa alemana de transporte naviero. Este acuerdo vinculante, establece la combinación de los negocios de portacontenedores incorporándose **CSAV** como accionista de HL con un 30% de la propiedad, constituyéndose con ello como el principal accionista de la sociedad. Adicionalmente se acordaría un pacto de accionistas con HGV Hamburger Gesellschaft Für Vermögens- und Beteiligungsmanagement, sociedad controlada por la ciudad de Hamburgo, y Kühne Maritime GmbH. En opinión de **Humphreys**, aún es prematuro pronunciarse sobre los efectos finales del acuerdo, asumiendo que se concreta; no obstante, no queda duda que implicaría una transformación sustancial a la forma que hasta la fecha se ha desarrollado el negocio de **CSAV**.

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 nivel 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 excesivo en la oferta de naves (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 2013

Durante 2013 la empresa obtuvo ingresos por US\$ 3.206,0 millones, lo que implicó una disminución de 6,6% respecto al año anterior, explicado por la disminución de un 5,7% en el índice de tarifas y de 2,8% en el volumen transportado por la compañía.

Por su parte, los costos de ventas disminuyeron en 5,3%, hasta US\$ 3.210,4 millones.

Los gastos de administración de 2013 totalizaron US\$ 233,4 millones, un 7,1% menos que en 2012, debido principalmente a menores gastos en remuneraciones al personal y en comunicación e información, compensado parcialmente por mayores gastos en asesorías administrativas. El resultado operacional del período alcanzó a US\$ -221,2 millones, lo que compara desfavorablemente a la pérdida operacional de US\$ 196,8 millones de 2012.

Si bien el resultado del ejercicio de 2013 mostró una recuperación respecto del resultado del año anterior, aun cuando sigue siendo negativo, pasando desde US\$ -309,5 millones a US\$ -167,6 millones, el EBITDA de la compañía pasó de US\$ -137,4 millones a US\$ -161,6 millones.

Durante 2013 fueron reconocidas ganancias y pérdidas por eventos puntuales: i) en el primer trimestre se reconoció una provisión por US\$ 40 millones asociada al riesgo de eventuales pagos que la compañía pueda verse obligada a realizar por la investigación por infracción a la normativa de libre competencia en el negocio de transporte de vehículos; ii) durante el segundo trimestre de 2013, se prepagó la deuda con AFLAC y se desarmó el seguro de cambio asociado, reconociendo una utilidad de US\$ 53,8 millones, cifra a la cual se adiciona la devolución de una parte de los costos asociados al desarme del derivado por US\$ 3 millones durante el último trimestre del año; iii) se reconoció un resultado positivo producto de la fusión de dos de las tres filiales que tiene la compañía en Brasil, el cual ascendió a US\$ 59,9 millones considerando el reconocimiento del activo por impuesto diferido realizado durante el último trimestre del año. El efecto neto en los resultados de los eventos puntuales antes mencionados, asciende a una ganancia de US\$ 76,7 millones durante 2013.

Resultados primer trimestre 2014

En el primer trimestre de 2014, los ingresos de **CSAV** disminuyeron en 15,0% respecto al primer trimestre de 2013. Los costos de ventas, en tanto, fueron de US\$ 753,9 millones, disminuyendo 13,3% respecto de igual lapso de 2013. Por su parte, los gastos de administración llegaron a US\$ 54,7 millones, disminuyendo 12,3% a los tres primeros meses de 2013.

El resultado operacional del trimestre fue de US\$ -63,6 millones y el EBITDA US\$ -50,3 millones, lo que se compara favorablemente respecto de los US\$ -94,2 millones y US\$ -78,0 millones, respectivamente, del primer trimestre de 2013.

Hechos relevantes

Acuerdo con Hapag-Lloyd AG: El 22 de enero de 2014 se informó la suscripción de un Memorandum de Entendimiento no vinculante con Hapag-Lloyd AG (HL), empresa alemana. El 16 de abril de 2014 firmaron un contrato vinculante denominado *Business Combination Agreement* (Contrato de Combinación de Negocios, BCA) que establece la combinación del negocio de portacontenedores de **CSAV** con los negocios de HL,

incorporándose la primera compañía como accionista de la segunda con una participación accionaria del 30%. Producto de esta transacción, **CSAV** pasaría a ser el mayor accionista de HL y suscribiría un pacto controlador con HGV Hamburger Gesellschaft für Vermögens- und Beteiligungsmanagement, sociedad controlada por la ciudad de Hamburgo, y Kühne Maritime GmbH, sociedad controlada por el empresario Klaus Michael Kühne. Los miembros de dicho pacto concentrarían alrededor del 75,5% de las acciones de la entidad combinada.

La nueva compañía se transformaría en el cuarto operador mundial con una capacidad de transporte de cerca de 1 millón de TEUs e ingresos aproximados a los US\$ 12 mil millones al año. Asimismo, las partes llevarían a cabo un plan de negocios con el propósito de buscar sinergias, potenciar la eficiencia operacional y renovar sus naves. En esta línea, se realizarían dos aumentos de capital que en conjunto sumarían los 740 millones de euros, de los cuales en la primera fase **CSAV** suscribiría 259 millones de euros y alcanzaría cerca del 34% de la propiedad. Se estima un plazo de alrededor de seis meses para el cierre de la transacción.

Investigación por normativa de libre competencia: El 27 de febrero de 2014, **CSAV** ha firmado un acuerdo denominado "Plea Agreement" con el Departamento de Justicia de los Estados Unidos de América, en virtud del cual la compañía ha aceptado pagar una multa de US\$ 8,9 millones. Esta multa no tiene efecto en los resultados de **CSAV**, dado que la provisión ya efectuada por la compañía al 31 de marzo de 2013 cubre este monto.

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 y a partir de 2011, llevar a cabo una reestructuración operacional y financiera. 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, Enex, Techpack, Invexans 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.

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 automóviles, cargas refrigeradas y graneles sólidos y líquidos. 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 30% a la fecha.

Servicios

CSAV opera 32 servicios de línea en los cinco continentes, a través de una red comercial en 115 países alrededor del mundo, generando más del 90% de sus ingresos a través de agencias propias.

El 2013 el 75% del volumen transportado por la compañía se efectuó en rutas desde y hacia Latinoamérica.

Flota de la compañía

A marzo de 2014 la compañía operaba una flota conformada por 49 naves, un 70% de la capacidad estaba 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

A junio de 2014, el capital de **CSAV** está conformado por 15.467.953.531 acciones suscritas y pagadas. Los principales accionistas de la empresa son los siguientes:

Accionista	Porcentaje de la propiedad
Inversiones Rio Bravo S.A.	33,25%
Quiñenco S.A.	10,89%
Marítima de Inversiones S.A.	9,66%
Banco Itaú por Cuenta de Inversionistas	5,85%
Fondo de Inversión Privado Aurora I	4,00%
Banco de Chile por Cuenta de Terceros No Residentes	3,36%
Compañía Sudamericana de Vapores S.A. derecho a retiro	2,68%
Philtra Limitada	2,56%
Inmobiliaria Norte Verde S.A.	1,86%
Otros	25,89%

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.	10,89%
Inmobiliaria Norte Verde S.A.	1,86%
Total	46,00%

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

Estructura Gerencial	
Gerencia de Administración y Finanzas	Gerencia Investor Relations
Gerencia de Desarrollo y Planificación Estratégica	Gerencia Sistemas
Gerencia Armatorial	Gerencia Planificación de Líneas
Gerencia Legal	Gerencia Comercial y Marketing
Gerencia Recursos Humanos	Gerencia Operaciones y Desarrollo
Gerencia Región Costa Oeste Sudamérica	Gerencia Región Costa Este Sudamérica
Gerencia Desarrollo	Gerencia Servicios Especiales

Información de mercado

Negocio naviero

En los últimos 30 años, la actividad naviera mundial ha experimentado un considerable crecimiento, impulsado por el desarrollo económico y la globalización, el desarrollo exportador de las economías asiáticas y la desregulación del comercio exterior, en general, y del transporte naviero, en particular.

La industria de transporte marítimo es muy competitiva y se caracteriza por su sensibilidad a la evolución de la economía. Los desfases entre el crecimiento de la demanda y la oferta de capacidad de carga originan una alta volatilidad en las tarifas de transporte marítimo y de arriendo de naves.

Negocio de transporte de carga en contenedores

El transporte de carga en contenedores es la principal línea de negocios de **CSAV**. Por décadas, el transporte de carga en contenedores presentó un alto dinamismo, con tasas de crecimiento anual promedio cercanas al 10%. Sin embargo, la profunda crisis que afectó a la economía mundial en 2008 impactó de forma muy relevante la evolución de la demanda. En 2009, por primera vez en su historia, la industria se contrajo, al anotar una caída de 9,0%. En 2010 mostró una fuerte recuperación al crecer 13,1%, pero ello no fue permanente. A partir del año 2011, el crecimiento de la demanda comenzó a desacelerarse en forma muy significativa, afectando negativamente a la industria.

La oferta de naves portacontenedores, por su parte, creció continuamente, a una tasa promedio anual cercana al 10%. La recepción de las naves que estaban en construcción hacia mediados de 2008, y que representaban cerca del 60% de la flota operada de ese entonces, generó una sobreoferta de capacidad.

Con el fin de reducir la sobreoferta de espacio, durante 2009 y, nuevamente, a partir del segundo semestre de 2011, la industria ha aplicado medidas como las de detener la flota en exceso (hacia fines de 2013, esta representaba el 4,5% de la oferta disponible) y aumentar los programas de reducción de velocidad de las naves.

Hacia fines de 2013, las órdenes de construcción de naves representaban solo un 22% de la flota operada, lo cual representa un ajuste importante en relación al crecimiento esperado de la demanda.

A pesar de todos los esfuerzos de racionalización de la industria, las tarifas ex bunker (margen de tarifa de flete, excluido el costo de combustible) continúan por debajo de los niveles históricos en la mayoría de los tráficos y son inferiores a las que se debería considerar como de equilibrio sostenible. Esta situación no ha permitido a la industria obtener rentabilidades normales, y por lo tanto, el proceso de re-inversión habitual no se está llevando a cabo. Esto acentúa la condición de rezago tecnológico de los activos de la industria, principalmente, en relación al nuevo paradigma de reducción de consumo de combustible.

En la Ilustración 1 se puede observar la tendencia de la carga transportada por la compañía desde mediados de la década del '90 a la fecha.

Evolución de la carga transportada por CSAV

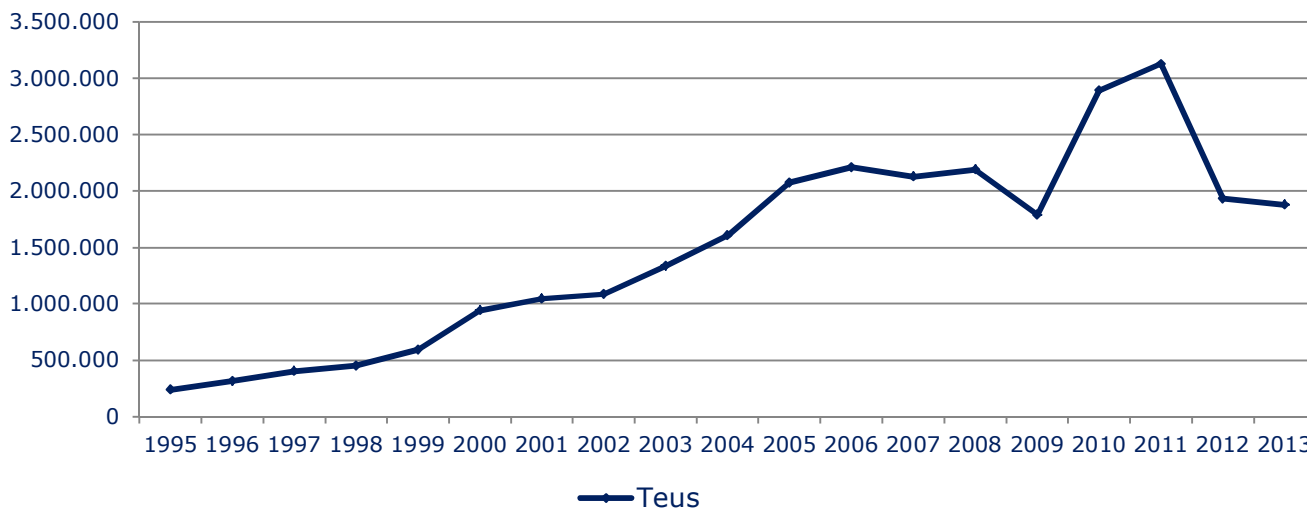


Ilustración 1: Evolución la carga transportada por CSAV

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

La actividad naviera en Chile es regida, principalmente, por las siguientes leyes:

- Libro III del Código de Comercio chileno, en su versión reemplazada por la Ley N° 18.680, del 11 de enero de 1988, que sustituyó el Libro Tercero original, que databa de 1865, año de entrada en vigencia del Código de Comercio chileno.
- DL N° 2.222, del 31 de mayo de 1978, que sustituyó a la antigua Ley de Navegación de 1878, y ha sido modificado por las leyes N° 18.011, de 1° de julio de 1981; N°18.454, de 11 de noviembre de 1985; N°18.680, de 11 de enero de 1988; N°18.692, de 19 de febrero de 1988; N°19.929, de 11 de febrero de 2004 y N°20.070, de 8 de noviembre de 2005.
- DL 3.059 del 22 de diciembre de 1979, que contiene un nuevo texto de la Ley sobre Fomento de la Marina Mercante Nacional.

Además, existe una serie de reglamentos que regulan diversas materias de índole marítima, tales como: construcción y reparación de naves, prevención de abordajes, registro de naves y artefactos navales, practicaaje y pilotaje, agentes de naves, entre otras.

En el ámbito internacional, un conjunto de disposiciones cubren diversos aspectos del negocio naviero. Destacan entre estas, las que establecen normas medioambientales en relación a construcción y operación de las naves, transporte de mercancías por mar, responsabilidad por abordajes, salvamento de naves y artefactos navales y, también, 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

El comportamiento de la industria, altamente volátil, se grafica en el comportamiento de los ingresos y EBITDA de la compañía, que entre 2003 y 2005 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, debido al plan de restructuración implementado el 2011.

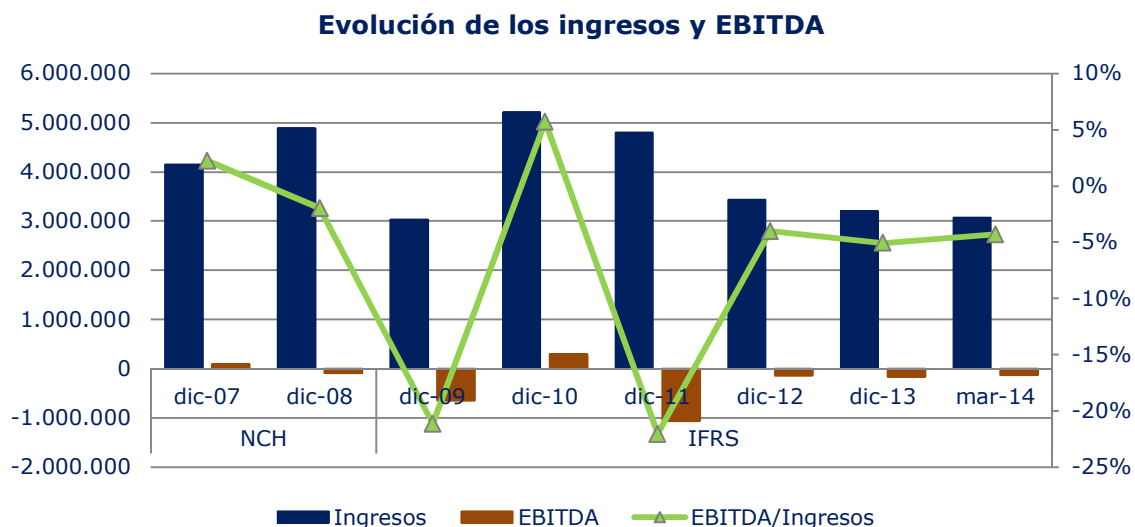


Ilustración 2: Evolución de los ingresos y EBITDA

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 2014.

El EBITDA de **CSAV** ha tenido bastantes oscilaciones en los últimos cinco años (2009 al 2013), siendo negativo en cuatro de ellos. Al observar el EBITDA trimestral se puede notar que en los últimos dos trimestres de 2012 el EBITDA fue positivo el cual volvió a caer a niveles negativos el primer trimestre de 2013 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 por la investigación por normativa de libre competencia. Los últimos tres trimestres continúan en valores negativos.

EBITDA trimestral

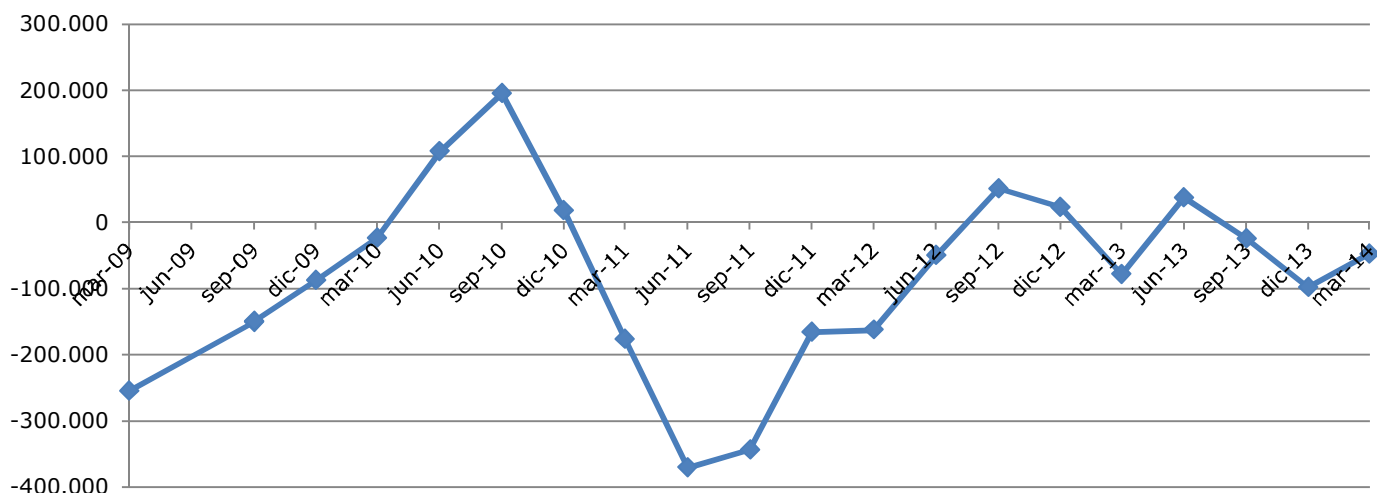


Ilustración 3: EBITDA trimestral

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

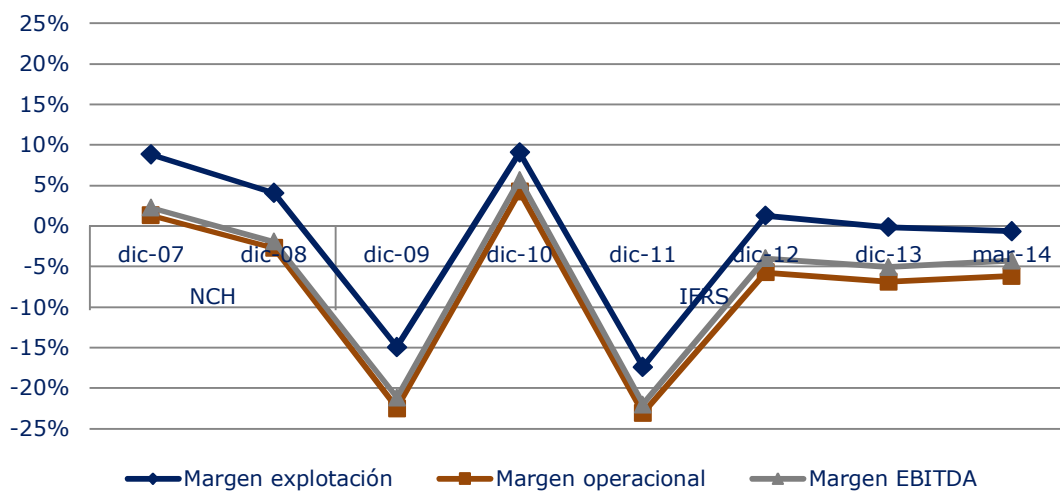


Ilustración 4: Evolución márgenes

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 marzo de 2014 la deuda financiera disminuyó un 37% respecto de 2011, llegando a US\$ 738,3 millones.

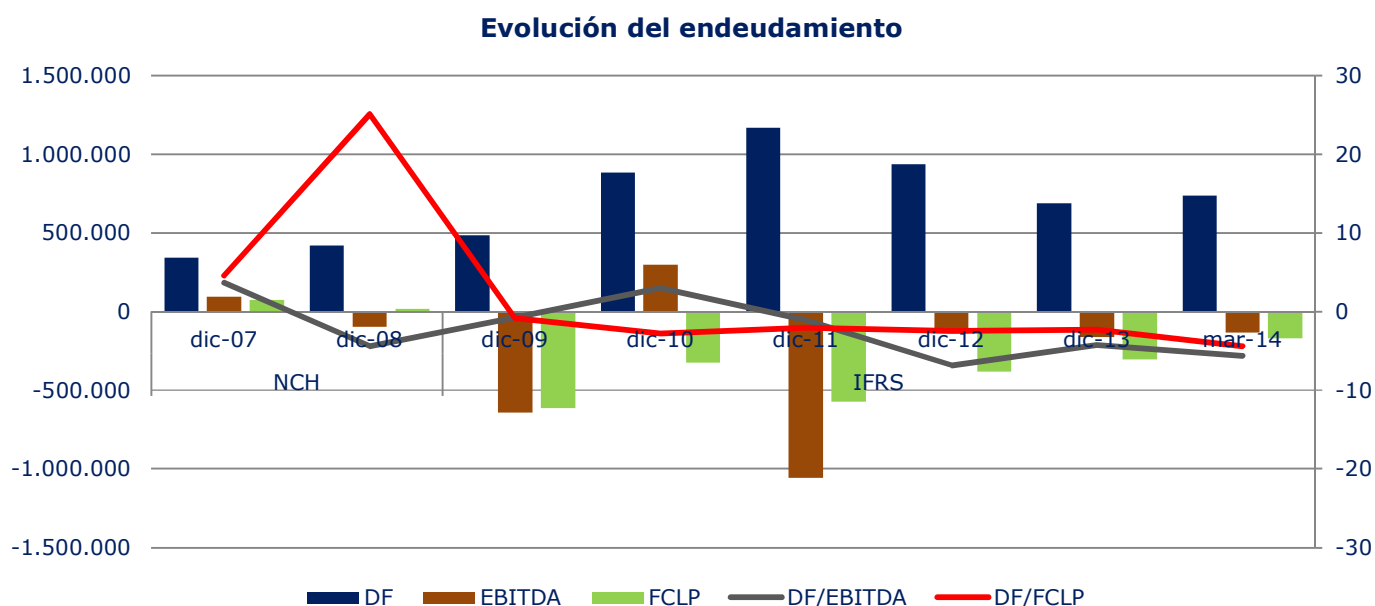


Ilustración 5: Evolución del endeudamiento

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 marzo de 2014 un indicador de 0,7 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.

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.

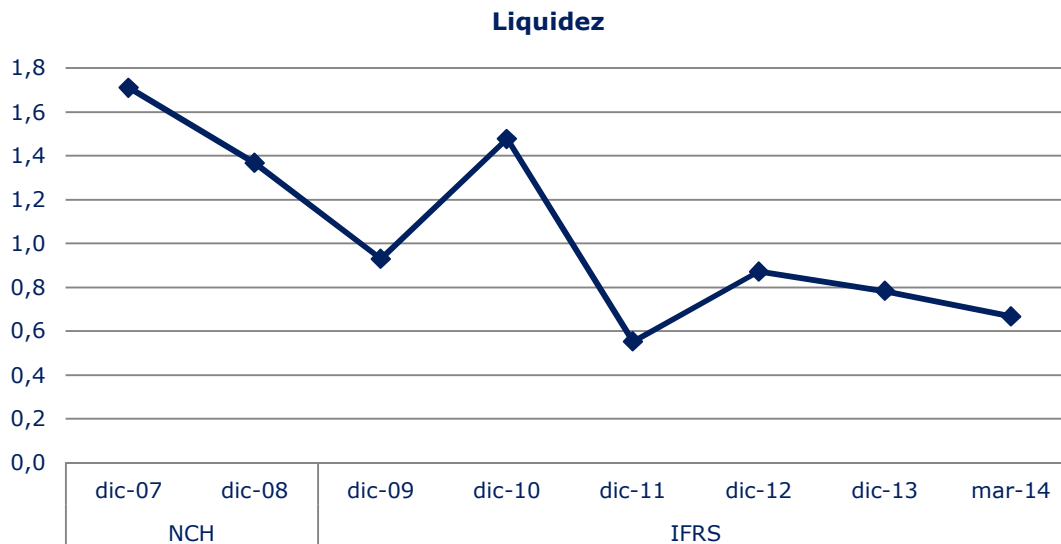


Ilustración 6: Liquidez corriente

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.

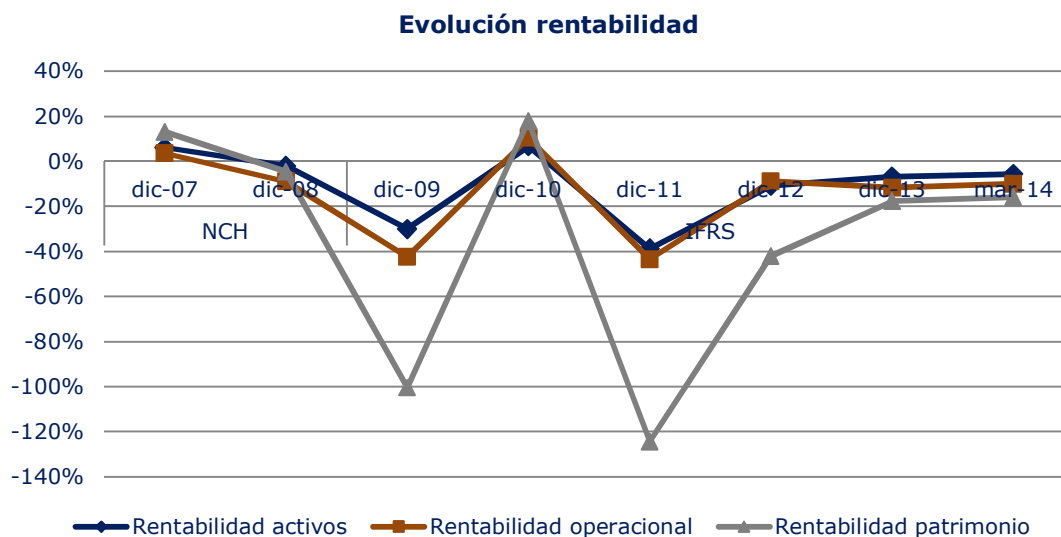


Ilustración 7: Evolución rentabilidad

Perfil de pago de la deuda

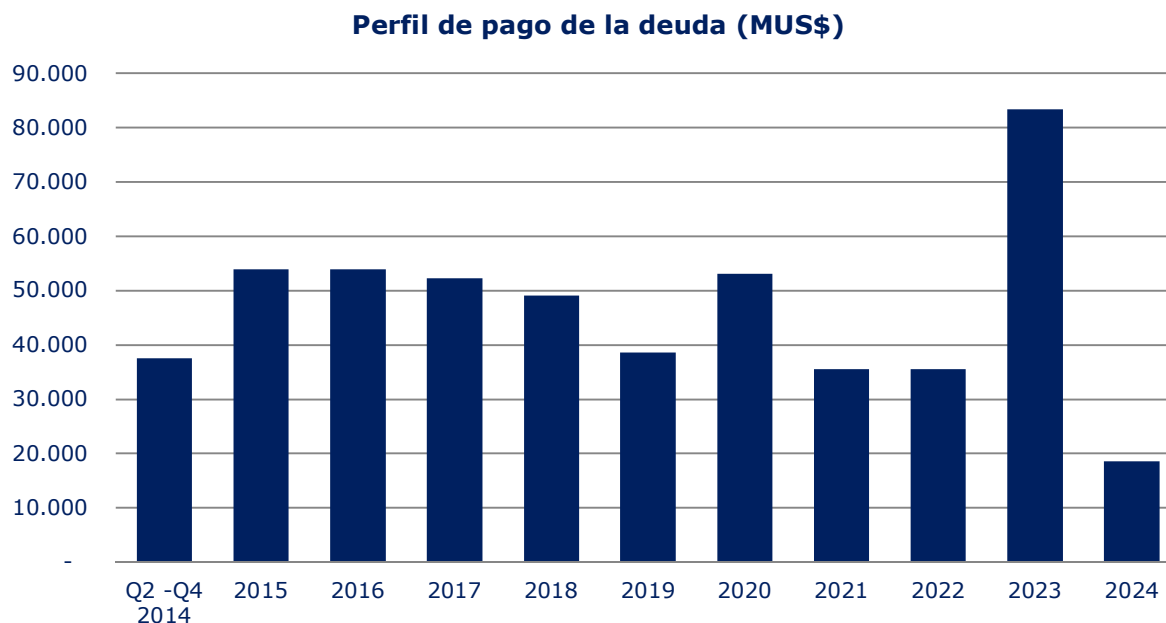


Ilustración 8: Perfil de pago de la deuda

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

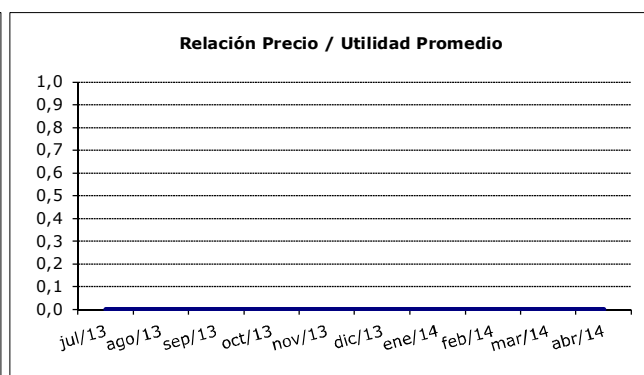
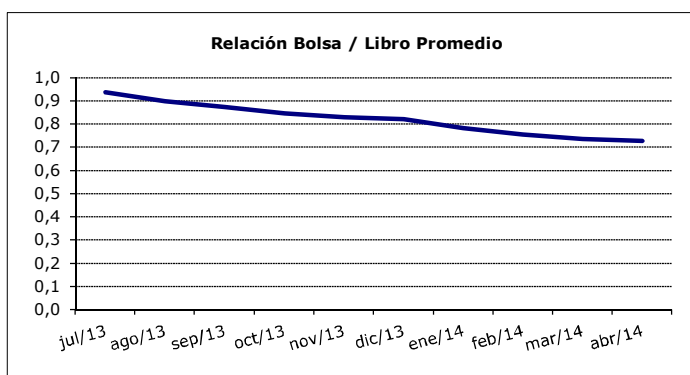
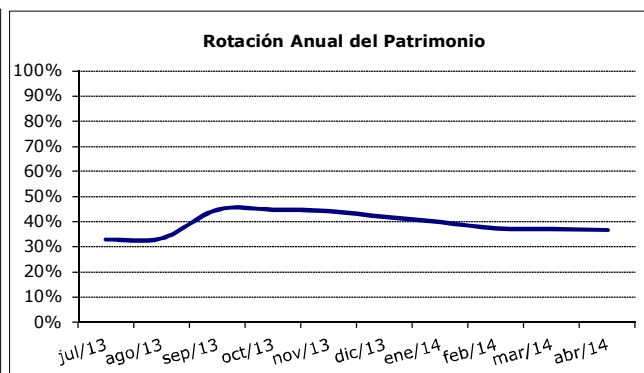
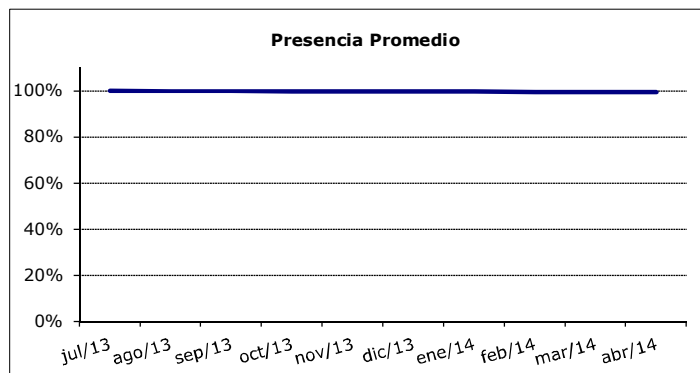
Covenants financieros		
	Límite	31/03/2014
Endeudamiento individual	No superior a 1 veces	0,2
Endeudamiento consolidado ⁷	No superior a 1,2 veces	0,8
Patrimonio mínimo ⁸	US\$ 350 millones	US\$ 950 millones
Activos libres de gravámenes	1,3 veces	9,44

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 Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora.

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.



"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."