



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Informe Anual

Analista

Carlos Ebensperger H.

Tel. 56 – 2 – 433 52 00

carlos.ebensperger@humphreys.cl

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

Julio 2011

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16°
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	<i>BBB+ En Observación</i>
Acciones Tendencia	<i>Primera Clase Nivel 2 Estable</i>
EEFF base	31 de marzo 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-Mar 2010	Ene-Mar 2011
Total ingresos	3.036.561	5.459.132	1.112.454	1.523.390
Costo de ventas	-3.486.750	-4.979.652	-1.096.612	-1.649.163
Total gastos de administración	-246.176	-273.007	-51.901	-74.715
Resultado operacional	-696.365	206.473	-36.059	-200.488
Gastos financieros	-31.904	-42.570	-6.860	-10.179
Resultado del ejercicio	-549.798	188.678	-35.969	-181.982
EBITDA	-652.300	278.006	-23.989	-179.146

Balance general consolidado IFRS			
MUS\$	31-12-2009	31-12-2010	31-03-2011
Activos corrientes	941.374	1.415.117	1.214.925
Activos no corrientes	1.230.210	1.803.042	1.880.046
Total de activos	2.171.584	3.218.159	3.094.971
Pasivos corrientes	1.012.215	957.667	996.021
Pasivos no corrientes	509.038	873.020	890.448
Total pasivos	1.521.253	1.830.687	1.886.469
Patrimonio	650.331	1.387.472	1.208.502
Total pasivos y patrimonio	2.171.584	3.218.159	3.094.971
Deuda financiera total	484.771	886.153	900.678

Estado de Resultados Consolidado PCGA					
M\$ dic. 2010	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					
M\$ dic. 2010	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 31 de marzo de 2011, la empresa presentaba activos por US\$ 3.095 millones, una deuda financiera por US\$ 900,7 millones y un patrimonio de US\$ 1.208,5 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. En el año móvil a marzo de 2011, la empresa presentó ingresos consolidados por US\$ US\$ 5.863 millones, una ganancia de US\$ 35,5 millones y un EBITDA de US\$ 121,5 millones. Sin embargo, al primer trimestre de 2011 obtuvo un resultado operacional de –US\$ 200,5 millones, un EBITDA de –US\$ 179,1 millones y un resultado del ejercicio de –US\$ 182 millones, caídas derivadas del incremento en el precio de los combustibles y de la baja en las tarifas del servicio de transporte de contenedores.

La clasificación de los títulos de deuda se fundamenta, principalmente, en la capacidad 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, lo que se ha manifestado en la suscripción de sucesivos aumentos de capital, en particular desde 2009, lo que le ha permitido enfrentar las turbulencias experimentadas por el mercado en el período.

Asimismo, la clasificación reconoce que, en términos generales, la compañía se ha caracterizado por mantener una política de endeudamiento conservadora y un manejo adecuado de la liquidez, manteniendo montos elevados de disponible y equivalentes líquidos, con vencimientos anuales de deuda financiera que se ubican como máximo en torno a US\$ 74 millones para los próximos diez años.

También se reconoce como fortaleza de **CSAV** el aporte en términos de flujos de su filial Sudamericana Agencias Aéreas y Marítimas (SAAM), empresa dedicada a la administración y operación de puertos en Chile y el extranjero y a la prestación de servicios relacionados al transporte aéreo y marítimo, cuyos resultados y EBITDA han tenido una elevada estabilidad en al menos los últimos cinco años.

Otros elementos considerados positivamente en la clasificación son las favorables perspectivas de crecimiento de la demanda por transporte marítimo de contenedores, y la adecuada cobertura de agencias que la empresa posee en los países más importantes en términos de generación de demanda de transporte.

Dentro de los factores que afectan negativamente la clasificación de la empresa destaca la inestabilidad que muestra la industria naviera mundial, en particular el segmento de transporte de contenedores, expresado en fuertes variaciones de las tarifas, situación que escapa al control de la empresa, con la consecuente volatilidad de los resultados de las compañías del sector (intensamente manifestado en el último tiempo).

Por otra parte, si bien se valora que el actual plan de expansión de capacidad mediante flota propia de la empresa tiene como beneficio la disminución de la dependencia a los precios de arriendos de naves, esta estrategia tiene como contrapartida la adquisición de un mayor volumen de deuda financiera, y la posibilidad de tener capacidad ociosa en períodos contractivos del rubro y/o de perder competitividad en períodos de disminuciones importantes en las tarifas de arriendo de naves.

A lo anterior se añade la exposición a variables exógenas que afectan a este mercado, en particular al precio 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 de la situación política o económica mundial, 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.

En los últimos períodos la compañía ha experimentado un deterioro en la rentabilidad de los activos, situación que ha sido motivada -dependiendo del tráfico de línea operado- por tarifas de fletes y/o por volúmenes de carga transportados insuficientes. Durante 2009 el emisor tuvo una pérdida operacional de US\$ 696 millones y un EBITDA negativo de US\$ 656 millones. La industria en la que opera se vio fuertemente afectada con la contracción de la demanda por transporte naviero, situación derivada de la coyuntura económica mundial experimentada entre 2008 y 2009. Este deteriorado ambiente económico ocurrió en un contexto de expansión de la oferta de naves, lo que tuvo negativos efectos sobre las tarifas. En este sentido, en mayor o menor grado, la situación de **CSAV** fue transversal al sector naviero.

Entre el cuarto trimestre de 2010 y el primero de 2011 se inició un nuevo ciclo del mercado, con una importante caída de 25% en las tarifas promedio obtenidas por el emisor entre septiembre del año pasado y mayo del presente, lo que es consecuencia de una estrategia de las navieras más grandes para aumentar la utilización de sus naves. A lo anterior se suma el incremento en el precio del petróleo durante el mismo período, todo lo cual se ha traducido en que la empresa, en los seis últimos meses, haya tenido un resultado operacional y utilidades negativas. Ante esto, **CSAV** inició un nuevo plan, que entre otras medidas, contempló el ingreso del grupo chileno Quiñenco como co-controlador de la firma, un nuevo aumento de capital por US\$ 500 millones, el crecimiento de la flota propia para disminuir el costo derivado del arriendo de naves, la suscripción de acuerdos de operación conjunta con otras navieras y la creación de una nueva gerencia general-contenedores. Lo más probable es que en el futuro se sucedan en el sector nuevos ciclos desfavorables con una frecuencia y profundidad superiores al de la economía mundial en su conjunto. Dado ello, aun reconociendo lo particularmente severo de la crisis, la clasificación de riesgo de **Humphreys** reconoce este hecho como inherente a la industria.

A parte de lo anterior, en la clasificación de acciones se ha considerado la alta liquidez de los títulos emitidos por la sociedad, lo que se demuestra con los altos niveles observados de presencia bursátil mensual (se sitúa en 100%), lo que ha permanecido en ese nivel por un elevado período.

La tendencia de clasificación de las acciones se considera "*En Observación*"¹, atendiendo a que la industria naviera se encuentra en proceso de consolidación y el emisor en un plan de adquisición de naves, factores que incidirán en la rentabilidad futura del negocio.

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 su liquidez bursátil se mantenga en niveles similares a los actuales.

¹ 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.

Hechos relevantes recientes

Resultados 2010

Durante 2010 la empresa obtuvo ingresos totales por US\$ 5.459 millones, un aumento de 79,8%, explicado por el incremento en el nivel de actividad (principalmente transporte de contenedores, cuyo volumen experimentó un alza de 62% interanual) y por tarifas promedio mayores a las de 2009. Por su parte, los costos de explotación se expandieron en 42,8%, hasta US\$ 4.979 millones, lo que se explica principalmente por la mayor actividad de transporte y el alza en el precio del combustible *bunker*. Sin embargo, la menor tasa de expansión de los costos directos, en relación a los ingresos, es reflejo del plan de contención de costos que ha estado implementando la empresa para afrontar las condiciones de mercado imperantes desde 2008.

Los gastos de administración de 2010 totalizaron US\$ 273 millones, un 10,9% más que en 2009, a consecuencia también del mayor volumen de carga transportada. Con lo anterior, el resultado operacional del período alcanzó a US\$ 206,5 millones, mejorando respecto de la pérdida operacional de US\$ 696 millones de 2009.

Del mismo modo, tanto el resultado del ejercicio como el EBITDA de 2010 revirtieron las pérdidas del año anterior, pasando desde -US\$ 550 millones a US\$ 189 millones, y desde -US\$ 652 millones a US\$ 278 millones, respectivamente.

Resultados primer trimestre 2011

En el primer trimestre de 2011, los ingresos totales de **CSAV** se expandieron en un 36,9%, a consecuencia de un incremento de 52% en el volumen de carga transportada, compensado en parte por una disminución de 2% en las tarifas de estos servicios, ocasionada en la mayor competencia observada en el mercado mundial, y en particular por una estrategia más agresiva de los actores más importantes del mercado, con el objeto de lograr una mayor utilización de las naves ante una demanda menos dinámica que lo previsto.

Los costos de explotación, en tanto, fueron de US\$ 1.649 millones, creciendo en 50,4% respecto de igual lapso de 2010, lo que se origina tanto por el mayor volumen de actividad del período como por el alza en el precio del combustible utilizado. En tanto, los gastos de administración llegaron a US\$ 74,7 millones, con una expansión de 44% ocasionada también por la mayor actividad.

Como consecuencia de lo anterior, el resultado operacional del trimestre fue de -US\$ 200,5 y el EBITDA -US\$ 179,1 millones, lo que se compara desfavorablemente respecto de los -US\$ 36 millones y -US\$ 24 millones, respectivamente, del primer cuarto de 2010.

Eventos recientes

El 27 de julio de 2010 el directorio de **CSAV** aprobó un aumento de capital por un total de US\$ 400 millones, el cual fue suscrito durante el año.

El 10 de diciembre de 2010, la sociedad acordó con el astillero Samsung Heavy Industries Co., Ltd., la construcción de dos buques portacontenedores de 8.000 TEUs y a un costo de US\$ 90 millones cada uno, a entregarse en junio y julio de 2012.

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

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 2

Corresponde a aquellos títulos accionarios que presentan una muy buena 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 el que se lleva a cabo en la actualidad 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 períodos 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 períodos 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.

Antecedentes Generales

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.

CSAV y sus filiales Companhia Libra de Navegaçao y Libra Uruguay (Brasil y Uruguay, respectivamente, cuyas participaciones mayoritarias fueron adquiridas en 1999) y Norasia Container Lines Ltd. (China, adquirida en mayo de 2000), participan en el transporte marítimo de carga en contenedores. Asimismo, participa directamente o por intermedio de filiales en el transporte de graneles líquidos y sólidos, cargas refrigeradas y automóviles. La filial Sudamericana, Agencias Aéreas y Marítimas S.A. (SAAM, establecida en Chile en 1961), ofrece servicios portuarios y de logística terrestre en diversos puertos de América.

Indirectamente, **CSAV** incursiona en la administración de las concesiones del Puerto de San Antonio (50%, Molo Sur) y del Puerto de San Vicente (50%), por un plazo original de veinte y quince años, respectivamente (desde noviembre de 1999). La concesión fue adjudicada por la filial SAAM a través de sus empresas coligadas en sociedad con la norteamericana SSA Holding International Inc. Además, participa en la operación de la concesión del Puerto de Iquique, a través de la filial Iquique Terminal Internacional S.A., en la que actualmente SAAM participa en un 85%. Durante el año 2004 SAAM se adjudicó por 20 años, en conjunto con otros socios, la concesión para operar dos terminales del puerto de Arica (15%). Los contratos de operación respectivos permiten a las compañías operadoras de puertos recaudar los ingresos correspondientes a los servicios de muellaje a las naves y a la carga. La empresa también participa en las concesiones de los puertos de Antofagasta (35%) y Corral (50%). Adicionalmente, se prestan en forma exclusiva los servicios propios de los agentes navieros tales como estiba, desestiba y almacenaje.

En junio de 2005 SAAM se adjudicó por diez años la concesión de Port Everglades, un puerto de cinco sitios de atraque, siete grúas portacontenedores y un sitio de almacenamiento de 14 hectáreas en Fort Lauderdale, en el estado de Florida, donde Florida International Terminal, LLC, filial de SAAM, administra el terminal marítimo,

con la capacidad de recibir 150 mil contenedores al año. La empresa también se adjudicó la concesión del Terminal Portuario de Guayaquil, que opera desde julio de 2006.

En julio de 2007 SAAM cerró la compra de la empresa de remolcadores brasileña Metalnave, la que opera en los siete principales puertos de Brasil.

Asimismo, por medio de sus filiales, participa en otras sociedades que en total suman más de 100 empresas, tanto en el mercado nacional como en el ámbito internacional.

Servicios

Servicios de Línea	Servicios de Transporte Marítimo desde y hacia la Costa Pacífico de Sudamérica, el Caribe, Centro América y el Golfo de México-Estados Unidos	<p>Desde y hacia la costa Pacífico de Sudamérica al:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Norte de Europa - Mediterráneo - Norteamérica Atlántica y Pacífico - México Pacífico - Golfo de México-Estados Unidos - Asia - Costa Atlántica de Sudamérica - Caribe - Centro América - Chile Centro/Sur <p>Desde y hacia el Caribe, Centro América y Golfo de México-Estados Unidos al:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Asia - Norte de Europa - Mediterráneo
	Servicios de Transporte Marítimo desde y hacia la Costa Atlántica de Sudamérica	<ul style="list-style-type: none"> - A la Costa Este de Sudamérica - A la Costa Atlántica de Estados Unidos - Al Norte de Europa - A Medio Oriente - A Sudáfrica - A la región de Asia
Servicio de Transporte de Graneles Líquidos		Ofrece servicios de transporte de ácido sulfúrico y otros productos químicos en Chile a través de la filial Odfjell y Vapores S.A., donde es socio de Odfjell Seachem, el principal operador mundial de este tipo de productos.
Servicio de Transporte de Graneles Sólidos		Transporta concentrados de cobre desde la Costa Pacífico de Sudamérica con destino a Asia. Las naves son posicionadas en la Costa Pacífico de Sudamérica con carbón y granos.
Servicio de Transporte de Carga Refrigerada y Congelada		<p>A través de la filial CSAV Panamá, transporta fruta y productos refrigerados. Durante la temporada de exportación de fruta fresca se ofrece un servicio en naves refrigeradas arrendadas desde Chile hacia ambas costas de Estados Unidos.</p> <p>Este servicio se complementa con contenedores que transportan carga refrigerada y congelada en las naves de Servicios de Línea.</p>
Servicio de Transporte de Automóviles		<ul style="list-style-type: none"> - Japón y China con destino a Perú y Chile. - Argentina y Brasil hacia la Costa Este de México, Colombia, Venezuela y el Caribe. - Brasil y Argentina hacia la Costa Oeste de Sudamérica, América Central y México. - Brasil y Argentina en ambos sentidos (MERCOSUR). - Costa Oeste de México y América Central hacia la Costa Oeste de Sudamérica. - Norte de Europa hacia la Costa Oeste de Sudamérica, América Central y México. - Costa Este de Estados Unidos hacia Venezuela, Colombia, Costa Este y Oeste de Sudamérica. - China hacia el Golfo Pérsico, India y Sudáfrica.
Norasia Container Lines Ltd.		Ofrece servicios en los tráficos Este-Oeste entre Asia y el Mar Negro, el Mediterráneo, el Golfo Pérsico, el Subcontinente Indio y Norte de Europa.
Companhia Libra de Navegação y Compañía Libra Navegación (Uruguay) S.A.		Ofrecen servicios de transporte de carga en contenedores desde y hacia la Costa Atlántico de Sudamérica al Norte de Europa, Mediterráneo, Norteamérica Atlántica, Golfo de México y EEUU, Caribe y Costa Pacífico de Sudamérica.

Flota de la compañía y sus filiales

A la fecha la compañía y sus filiales operaban una flota conformada por 140 naves, de las cuales 130 estaban bajo arrendamiento y el resto eran de propiedad del grupo. La capacidad total de carga de la empresa es de 553.000 teus, lo que la sitúa como la octava mayor flota del mundo y la mayor de Sudamérica. 120 naves corresponden a portacontenedores, catorce a porta-vehículos, diez a barcos de carga a granel, cinco a buques de carga refrigerada y uno a transporte de químicos.

Flota de CSAV, Filiales y Coligadas

Nave	Propietaria	Tipo
NorasiaAlya	Filial	Portacontenedores
Chacabuco	Filial	Portacontenedores
Limarí	Filial	Portacontenedores
Longaví	Filial	Portacontenedores
Maule	Filial	Portacontenedores
Maipo	Filial	Portacontenedores
Pucón	Filial	Portacontenedores
Puelo	Filial	Portacontenedores
Palena	Filial	Portacontenedores
Mapocho	CSAV	Portacontenedores
Bow Pacífico	Filial	Transporte de químicos
Braztrans I	Filial	Granelero containero

De las naves porta-contenedores arrendadas con que opera la compañía, una parte es contratada a corto y mediano plazo (menos de cinco años), estrategia que busca flexibilizar la capacidad de la flota ante las fluctuaciones en las tarifas por servicios y en el precio de arriendo. En la actualidad la empresa está ejecutando un plan de inversión en nueve naves propias, que contempla un monto total aproximado de US\$ 1.000 millones en activos, de los cuales un 53% se financiará con deuda y el restante porcentaje con capital, destacando que un 48% de estos valores ya ha sido pagado.

Adicionalmente, por medio de SAAM **CSAV** posee cerca de 130 remolcadores, contemplando la adquisición de 22 nuevas en el período 2011-2012.

Antecedentes de administración y propiedad

Accionista	Porcentaje de la propiedad
Marítima de Inversiones S.A.	20,2%
Quiñenco S.A.	18%
Banchile Corredora de Bolsa S.A.	3,58%
LarrainVial S.A. Corredora de Bolsa	2,28%
Celfin Capital S.A. Corredora de Bolsa	2,28%
A.F.P. Provida S.A. Fondo tipo C	2,08%
A.F.P. Capital S.A.	2,01%
A.F.P. Habitat S.A. Fondo tipo A	1,99%
Bolsa de Comercio de Santiago	1,98%
A.F.P. Provida S.A. Fondo tipo A	1,92%
Philtral Limitada	1,85%
A.F.P. Habitat S.A. Fondo tipo C	1,83%
Otros Accionistas	44,3%
Total	100%

El capital de **CSAV** está conformado por 2.849.982.871 acciones suscritas y pagadas. Los doce mayores accionistas de la empresa son los indicados en la tabla adjunta.

Al 31 de julio de 2011 había concluido casi la totalidad del proceso de suscripción preferente del aumento de capital por US\$ 500 millones. En dicho aumento de capital Quiñenco tiene el derecho a sobre-suscribir con el objeto de alcanzar el mismo porcentaje de participación que Marítima de Inversiones S.A. en la propiedad de **CSAV**.

El directorio de la compañía está formado por once miembros, identificados a continuación:

Cargo	Nombre
Presidente	Guillermo Luksic Craig
Vice-presidente	Juan Antonio Álvarez Avendaño
Director	Luis Álvarez Marín
Director	Canio Corbo Llioí
Director	Arturo Claro Fernández
Director	Gonzalo Menéndez Duque
Director	Víctor Toledo Sandoval
Director	Baltazar Sánchez Guzmán
Director	Christopher Schiess Schmitz
Director	Francisco Pérez Mackenna
Director	Domingo Cruzat Amunátegui

La administración de la compañía está liderada por el Sr. Arturo Ricke Guzmán, gerente general-corporativo y por don Óscar Hasbún Martínez, gerente general-contenedores. Asimismo, recientemente la empresa creó un comité ejecutivo, conformado por el presidente y vicepresidente del directorio y por los dos gerentes generales de la empresa, cuyo objetivo es coordinar al interior de la empresa las labores de ambas gerencias generales.

Estructura Gerencial y dependencias	
Gerencia General-Corporativa	Gerencia General-Contenedores
Gerencia de administración y finanzas	Gerencia de línea Costa Oeste Sudamérica
Gerencia de estudios	Gerencia de línea Costa Este Sudamérica
Gerencia armatorial	Gerencia de línea CSAV Norasia
Gerencia de transportes especiales y <i>chartering</i>	Gerencia de terminales y logística
Gerencia de recursos humanos	Gerencia de servicios a la carga e intermodal
	Gerencia de <i>marketing</i> y comercial

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 de los ´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 desacoplos 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 y gas.

El segmento de mayor importancia para **CSAV** es el transporte de carga en contenedores.

Negocio de transporte de carga en contenedores

Los principales mercados en el transporte de contenedores son los denominados Este-Oeste, que comprenden los tramos de Asia-Europa, Transpacífico y Transatlántico. Después siguen los tráficos denominados Norte-Sur, entre los que se destacan por su importancia aquellos que cubren los tramos entre Sudamérica y Asia, Norteamérica, Europa y el Mediterráneo.

La actividad de transporte de contenedores ha vivido un fuerte proceso de consolidación durante los últimos años, caracterizado por la formación de alianzas y de fusiones y adquisiciones, que buscan ampliar la cobertura de servicios y reducir los costos.

Marco regulatorio

El marco regulatorio vigente en Chile 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; y 19.929, del 11 de febrero de 2004.
- ❑ 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.

□ Ley N° 18.680, del 11 enero de 1988, que sustituyó la legislación marítima comercial de Chile en su totalidad y promulgó el nuevo Libro Tercero del Código del Comercio, denominado De la Navegación y el Comercio Marítimo, en el cual se establecen, entre otros aspectos, las obligaciones y responsabilidades de los transportistas y usuarios en la operación marítima de la carga.

Existen otras normas contenidas en diferentes cuerpos legales. Entre ellas, la Ley 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.

Mercado y competencia

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.

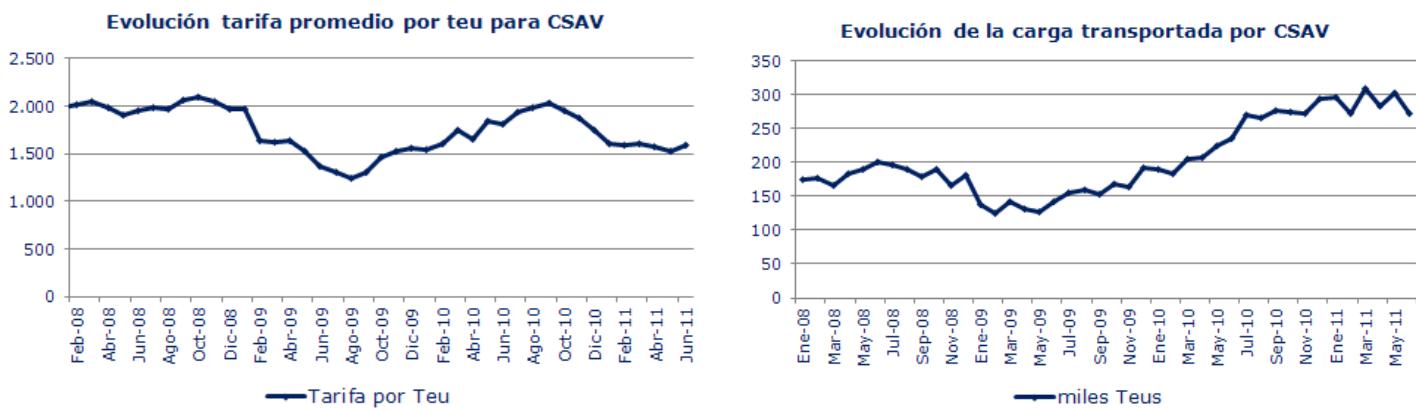
La sostenida recuperación que presentó la demanda por contenedores con posterioridad a la crisis que afectó a la industria en 2001 se vio interrumpida en 2008 con la reciente contracción en el comercio mundial originada en la crisis económica global. Como consecuencia, durante 2009, la demanda mundial por transporte de carga en contenedores experimentó una contracción de 9,5%. Por ejemplo, las principales rutas de comercio, Asia-Europa y Asia-Norteamérica sufrieron bajas de 14,8% y 14,9%, respectivamente. Esto implicó que la oferta de naves portacontenedores se expandiera en 6,5% y no en el 17% proyectado anteriormente sobre la base de las órdenes de compra, como resultado de las menores expectativas acerca del crecimiento del mercado.

La oferta de naves portacontenedores ha crecido continuamente desde hace más de diez años, incluyendo el tamaño de las naves, lo que ha permitido mejorar la calidad del servicio y reducir los costos. En este contexto, ha sido la flota de naves con capacidad mayor a los 3 mil Teus la que liderado el alza, aumentando en más de cinco veces entre 1996 y 2009.

Pese a la crisis, la capacidad global de transporte de contenedores aumentó en un 6,2% durante 2009, cifra inferior al 12,7% alcanzado en 2008, lo que demuestra el importante volumen de pedidos que se realizó durante el *boom* de la industria en los años anteriores y que en parte fue el detonante de la brusca caída en las tarifas de 2008-2009. La baja en la demanda mundial y el incremento en la flota llevaron a que cerca de un 10% de la capacidad de transporte marítimo mundial se mantuviera inactiva.

Durante 2009 las tarifas a clientes presentaron una fuerte caída en comparación a 2008, originada en la importante contracción del comercio mundial por la crisis económica del período. Ya hacia el tercer trimestre de 2009 las tarifas comenzaron a subir, y si bien la carga transportada por **CSAV** ha continuado expandiéndose en la primera mitad de 2011, las tarifas promedio por teu transportado iniciaron en octubre de 2010 un descenso que se mantiene a la fecha, debido a que las empresas de mayor tamaño buscan mantener utilizada su

capacidad de transporte y así no perder cuotas de mercado. En los siguientes gráficos se puede notar las tendencias de los últimos cuatro años en términos de tarifas recibidas y carga transportada por **CSAV**.

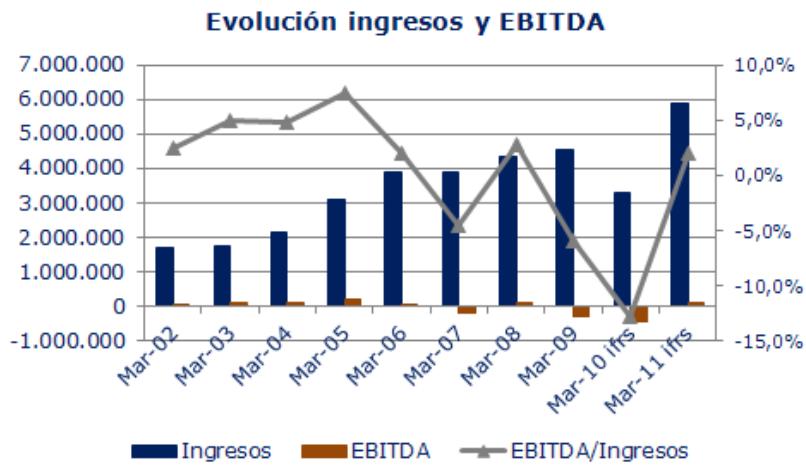


Para el análisis financiero debe tenerse en cuenta que la compañía cambió las normas contables con las cuales presenta sus Estados Financieros, utilizando actualmente IFRS, y existiendo datos bajo dicho esquema sólo desde 2009.

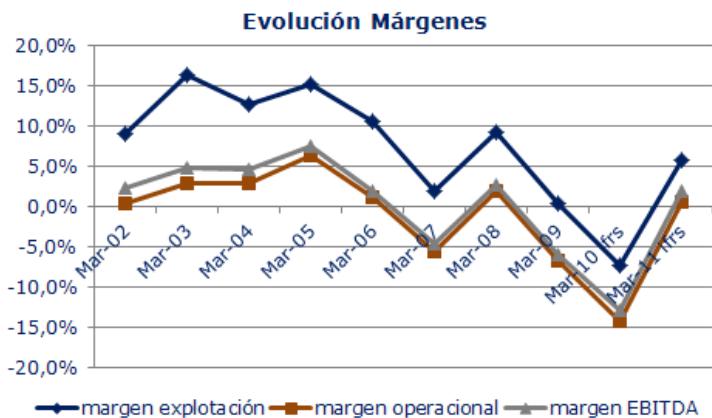
Evolución ingresos y EBITDA²

Las cifras de los últimos ocho años muestran que, después de una contracción de 3,5% en 2002, los ingresos de explotación de **CSAV** crecieron paulatinamente todos los años, excepto en 2006 cuando cayeron 0,4%. Entre 2003 y 2005 se observaron 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. A marzo de 2011, los ingresos aumentaron por un mayor volumen de carga.

² Los valores de ingresos y EBITDA mostrados corresponden al año móvil a marzo.



Si bien los ingresos de la compañía han tenido una tendencia creciente, el EBITDA de **CSAV**, en cambio, ha tenido bastantes oscilaciones en los últimos cinco años, siendo negativo en tres de ellos. Por su parte, la tasa de EBITDA a ingresos ha sido esencialmente volátil, moviéndose entre -12,8% y 7,5%. El margen de explotación y el resultado operacional, medidos como proporción de los ingresos, han seguido los mismos vaivenes que esta última razón.

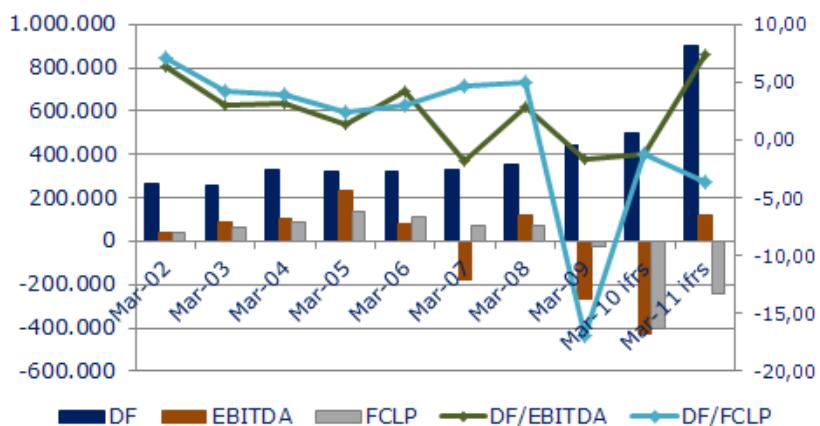


Endeudamiento financiero y liquidez

El endeudamiento financiero total de la empresa se mantuvo relativamente estable hasta 2008, período en el que comenzó a incrementarse. Por una parte, esto se debió a que se traspasó a 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 Plazo³ permanece en negativo a consecuencia de las elevadas pérdidas de 2009.

³ 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.

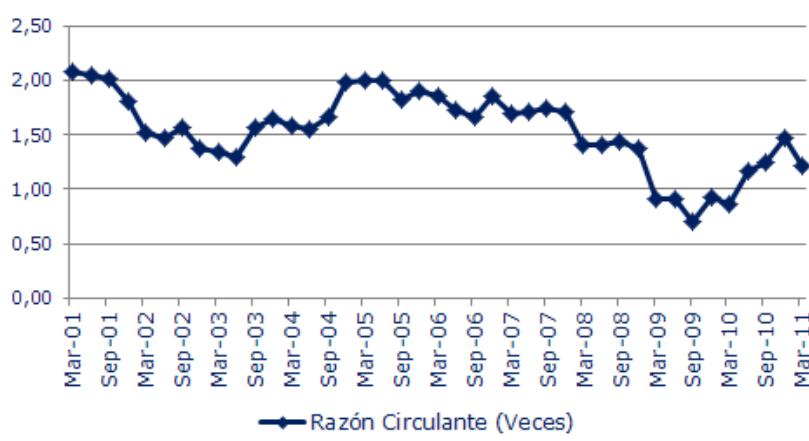
Evolución endeudamiento financiero



Al 31 de marzo de 2011, la deuda financiera total alcanzaba a US\$ 900,7 millones, de los cuales US\$ 71,7 millones correspondían a vencimientos dentro del próximo año. El efectivo y equivalentes a la misma fecha, en tanto, llegaban a US\$ 368 millones.

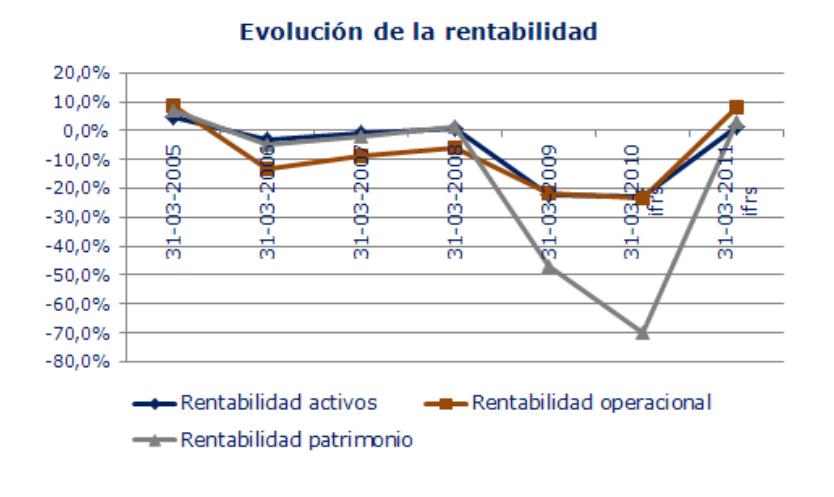
La liquidez de la compañía medida como razón circulante ha tenido históricamente, en general, un comportamiento adecuado, con valores por sobre una vez los pasivos de corto plazo, salvo en 2009 en que los resultados operacionales negativos llevaron a consumir parte de los recursos, habiéndose recuperado a la fecha. Cabe mencionar que para una empresa con el nivel de volatilidad que exhibe **CSAV** en sus resultados, resulta adecuada y necesaria una política de caja que permita absorber los períodos de contracción.

Evolución de la liquidez



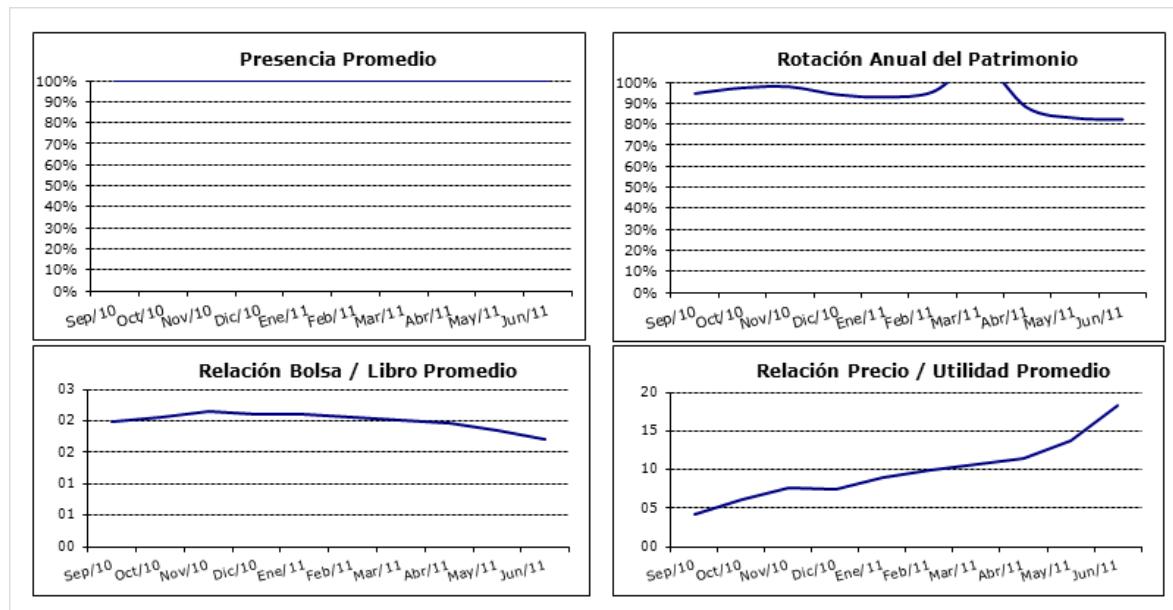
Evolución de la rentabilidad⁴

Como consecuencia del comportamiento descrito anteriormente, los niveles de rentabilidad han seguido básicamente los movimientos del resultado operacional, con una fuerte caída entre 2009 y 2010. Las tasas máximas de retorno han llegado a 10% en algunos períodos, pero por lo general se encuentran en niveles cercanos a cero.



Antecedentes de los Instrumentos

Desempeño bursátil de la acción



⁴ Para el EBITDA y la Utilidad se utiliza el año móvil a marzo.

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 31-03-2011
Endeudamiento ⁵	No superior a 1,2 veces el patrimonio	0,70 veces
Patrimonio mínimo	US\$ 350 millones	US\$ 1.208,5 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"

⁵ (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).