



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Informe Anual

Analista

Verónica Vargas M.

Tel. (56-2) 433 5200

veronica.vargas@humphreys.cl

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

Julio 2012

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos	BB
Acciones	Segunda Clase
Tendencia	Estable
EEFF base	31 de marzo 2012

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	2011	Ene-Mar 2011	Ene-Mar 2012
Total ingresos	3.033.708	5.214.623	5.151.948	1.454.537	832.063
Costo de ventas	-3.486.750	-4.742.018	-5.877.178	-1.581.145	-958.731
Total gastos de administración	-243.323	-266.132	-315.356	-73.880	-54.397
Resultado operacional	-696.365	206.473	-1.040.586	-200.488	-181.065
Gastos financieros	-31.904	-42.570	-48.370	-10.179	-12.457
Resultado del ejercicio	-549.798	188.678	-1.239.483	-181.982	-202.915
EBITDA	-653.916	282.767	-957.517	-179.999	-166.662

Balance general consolidado IFRS				
MUS\$	31-12-2009	31-12-2010	31-12-2011	31-03-2012
Activos corrientes	941.374	1.415.117	854.559	1.013.275
Activos no corrientes	1.230.210	1.803.042	2.324.950	1.689.146
Total de activos	2.171.584	3.218.159	3.179.509	2.702.421
Pasivos corrientes	1.012.215	957.667	1.546.976	882.930
Pasivos no corrientes	509.038	873.020	1.028.238	833.759
Total pasivos	1.521.253	1.830.687	2.575.214	1.716.689
Patrimonio	650.331	1.387.472	604.295	985.732
Total pasivos y patrimonio	2.171.584	3.218.159	3.179.509	2.702.421
Deuda financiera total	484.771	886.153	1.168.760	895.314

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, agenciamiento, armaduría, y administración de barcos, entre otros.

Según la información al 31 de marzo de 2012, la empresa presentaba activos por US\$ 2.702,4 millones, una deuda financiera por US\$ 895,3 millones y un patrimonio de US\$ 985,7 millones. Los ingresos y resultados del emisor son esencialmente variables, habiendo fluctuado los primeros entre US\$ 3.036,6 millones y US\$ 5.459 millones durante los últimos tres años, mientras que en el mismo período el EBITDA varió entre un -21,5% y un 5,1% de las ventas. En el año móvil¹ a marzo de 2012, la empresa presentó ingresos consolidados por US\$ 4.529,5 millones, una pérdida de US\$ 1.260,4 millones y un EBITDA de US\$ -951,9 millones. El primer trimestre de 2012 obtuvo un resultado operacional de US\$ -181,1 millones, un EBITDA de US\$ -166,7 millones y un resultado del ejercicio de US\$ -202,9 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 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\$ 1.711 millones en el trienio 2009-2011, como consecuencia del exceso de oferta de la industria de transporte naviero debido a las sucesivas incorporaciones de nuevas naves, generalmente de mayor 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).

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 tres 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\$ 895 millones en marzo de 2012). La persistencia de los excesos de oferta, no facilitan determinar cual es la rentabilidad de largo plazo del negocio, más allá de los ciclos propios del rubro.

En contraposición, la clasificación de riesgo incluye como elemento positivo la capitalización de la compañía y su buena liquidez, con un patrimonio a marzo de US\$ 985 millones y de US\$ 523 millones en efectivo y equivalentes a efectivos. 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

¹ Considera doce meses desde abril 2011 a marzo 2012.

la industria restablezca sus precios de equilibrio. En definitiva, a juicio de la clasificadora, **CSAV** tiene capacidad para resistir nuevos estrés del mercado.

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 sitúa en 100%), la solvencia de la compañía y la rentabilidad de sus activos han tendido a deteriorarse.

La tendencia de clasificación se modifica a "*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 revertir los síntomas de 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.

Hechos relevantes recientes

Resultados 2011

Durante 2011 la empresa obtuvo ingresos totales por US\$ 5.151,9 millones, una disminución de 1,2%, explicado entre otras cosas, por la sobreoferta de naves en la industria de portacontenedores, lo que provocó una caída importante en las tarifas de flete en la mayoría de los tráficos en que opera la compañía; por otro lado, **CSAV** invirtió de manera importante para expandir su capacidad de transporte, no obteniendo los resultados proyectados en cuanto a los volúmenes asociados. Por su parte, los costos de explotación se expandieron en 23,9%, hasta US\$ 5.877,2 millones, lo que se explica principalmente por el incremento en el costo de los combustibles.

Los gastos de administración de 2011 totalizaron US\$ 315,4 millones, un 18,5% más que en 2010, a consecuencia también del mayor volumen de carga transportada. Con lo anterior, el resultado operacional del período alcanzó a US\$ -1.040,6 millones, disminuyendo respecto de la ganancia operacional de US\$ 206,5 millones de 2010.

Del mismo modo, tanto el resultado del ejercicio como el EBITDA de 2011 mostraron disminuciones respecto de los resultados del año anterior, pasando desde US\$ 181,5 millones a US\$ -1.239,5 millones, y desde US\$ 282,8 millones a US\$ -957,5, respectivamente.

Resultados primer trimestre 2012

En el primer trimestre de 2012, los ingresos totales de **CSAV** disminuyeron en un 42,8%, a consecuencia de una disminución en el volumen de operaciones producto del plan de reestructuración iniciado por la empresa, que como se mencionó anteriormente, incluía el cierre de rutas y un cambio en el *mix* de mercados y servicios de su oferta, y en menor medida por la escisión de la filial SAAM. Los costos de explotación, en tanto, fueron de US\$ 958,7 millones, disminuyendo 39,4% respecto de igual lapso de 2011, lo que es consecuencia de la menor actividad operacional. En tanto, los gastos de administración llegaron a US\$ 54,4 millones, contrayéndose un 26,4%.

Como consecuencia de lo anterior, el resultado operacional del trimestre fue de US\$ -181,1 millones y el EBITDA US\$ -166,7 millones, lo que se compara favorablemente respecto de los US\$ -200,5 millones y US\$ -180,0 millones, respectivamente, del primer cuarto de 2011.

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.

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.

Tendencia “Estable”

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

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 en 2009. Más allá de los resultados de los últimos tres 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 (ello sin perjuicio 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

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 este año.

Servicios

A la fecha, la compañía presta los siguientes servicios de tráfico de contenedores: Sudamerica-Asia; Sudamerica-Europa; Intra Américas; Asia-Europa; Intra Asia; Africa y Transatlántico,

Flota de la compañía

A marzo de este año la compañía operaba una flota conformada por 58 naves, de las cuales 51 estaban bajo arrendamiento (el plazo promedio de los contratos es de 1,5 años) y el resto eran de propiedad del grupo. La capacidad total de carga de la empresa es de 260.000 teus. Cabe señalar que, de acuerdo a la información entregada por la compañía, ésta tiene en términos de tamaño promedio, una flota superior a la de la industria así como también una antigüedad inferior al promedio de la industria.

Antecedentes de administración y propiedad

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 tabla adjunta.

Accionista	Porcentaje de la propiedad
Inversiones Rio Bravo S.A.	33,25%
Maritima de Inversiones S A	12,35%
Philtrá Limitada	3,63%
Celfin Capital S.A. Corredores De Bolsa	3,15%
Banchile Corredores de Bolsa S.A.	2,55%
Banco Santander - Jp Morgan	2,39%
Quiñenco S.A.	2,33%
Banco Itau por Cuenta de Inversionistas Extranjeros	2,24%
Banco de Chile por Cta de Terceros Capitulo XIV Res	2,10%
A.F.P. Habitat S.A. Fondo Tipo C	2,00%
Inmobiliaria Norte Verde S.A.	1,86%
A.F.P. Habitat S.A. Fondo Tipo A	1,58%
Otros Accionistas	30,57%
Total	100%

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

Cargo	Nombre
Presidente	Guillermo Luksic Craig
Vice-presidente	Francisco Pérez Mackenna
Director	Canio Corbo Lioi
Director	Arturo Claro Fernández
Director	Gonzalo Menéndez Duque
Director	Hernán Büchi Buc
Director	Víctor Toledo Sandoval
Director	Christopher Schiess Schmitz
Director	Juan Gutiérrez Irarrazaval
Director	Juan Álvarez Avendaño
Director	José de Gregorio Rebeco

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

Estructura Gerencial	
Gerencia de Administración y Finanzas	Gerencia Sistemas
Gerencia de Desarrollo y Planificación Estratégica	Gerencia Planificación de Líneas
Gerencia Armatorial	Gerencia Comercial y Marketing
Gerencia de Transportes Especiales	Gerencia de Operaciones y Desarrollo
Gerencia de Recursos Humanos	Gerencia Intermodal
Gerencia Región WCSA	Gerencia Región ECSA
Gerente Contralor	

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 y gas.

De ellos, 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, caracterizándose 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 de 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.

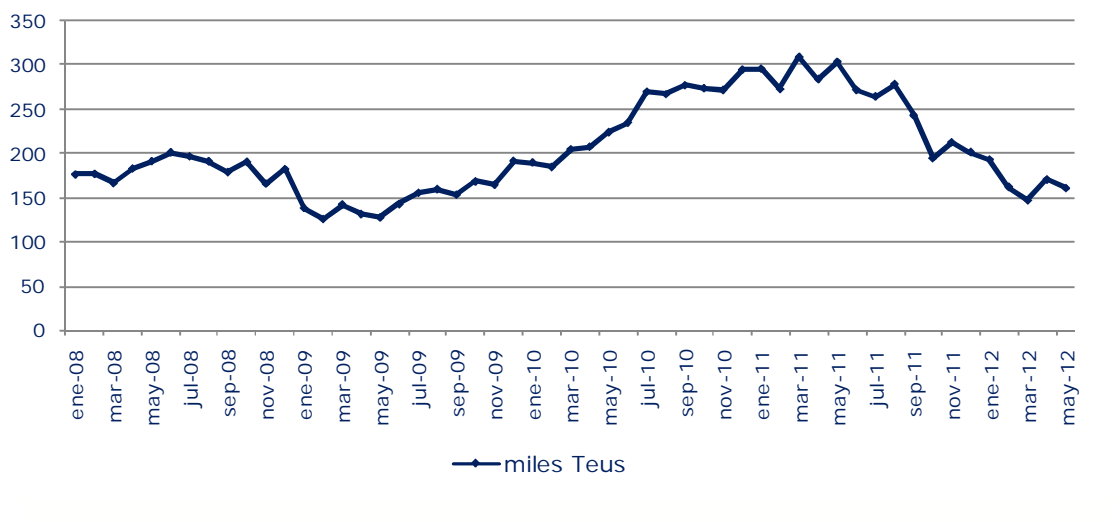
Mercado y competencia

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.

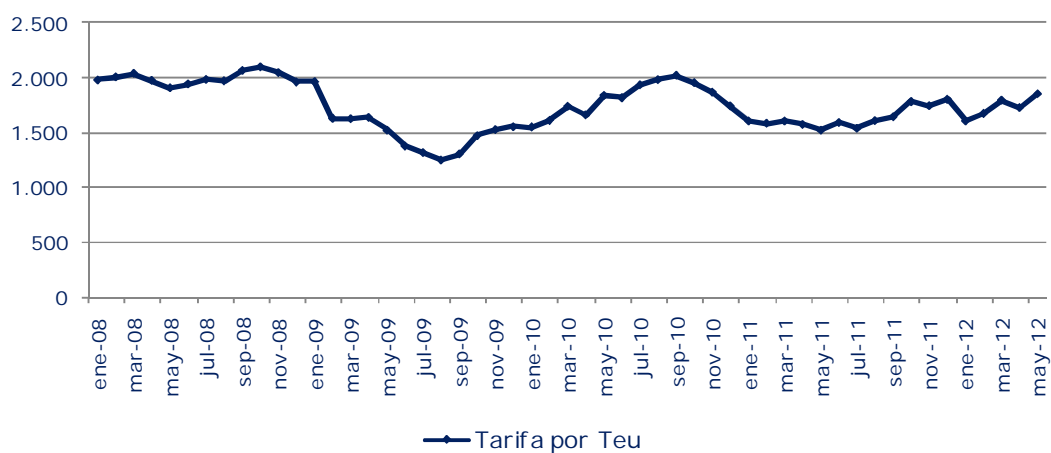
La sostenida recuperación que presentó la demanda por contenedores con posterioridad a la crisis que afectó a la industria en 2001 se vio interrumpida en 2008 con la reciente contracción en el comercio mundial originada en la crisis económica global y que conllevó en el último trimestre de 2008 a una 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; no obstante, que en los últimos meses se ha observado una recuperación en los precios.

En los siguientes gráficos se puede notar las tendencias de los últimos cinco años en términos de tarifas recibidas y carga transportada.

Evolución de la carga transportada por CSAV



Evolución de índice de tarifa para CSAV



Análisis financiero²

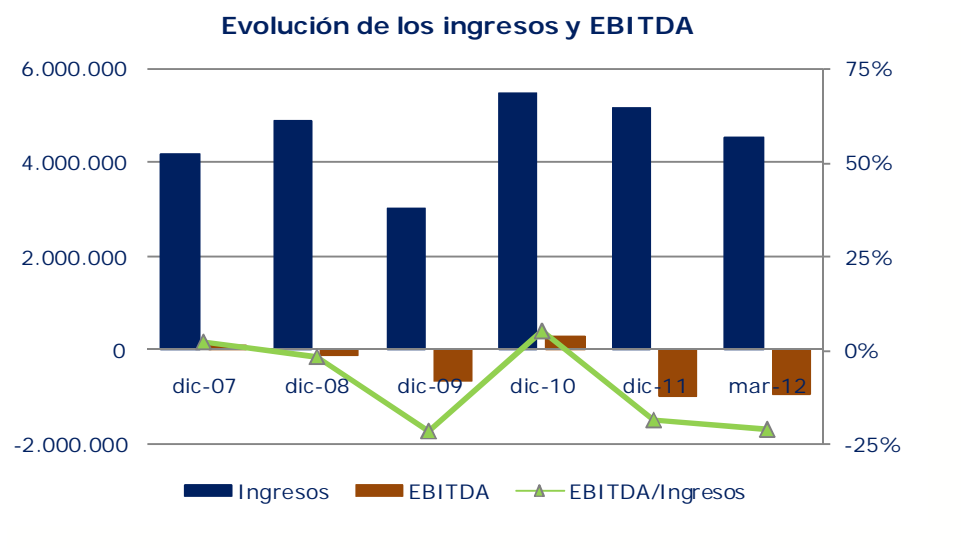
Para el análisis financiero debe tenerse en cuenta que la compañía cambió las normas contables con las cuales presenta sus Estados Financieros, utilizando actualmente la norma IFRS, y existiendo datos bajo dicho esquema sólo desde 2009.

Evolución ingresos y EBITDA

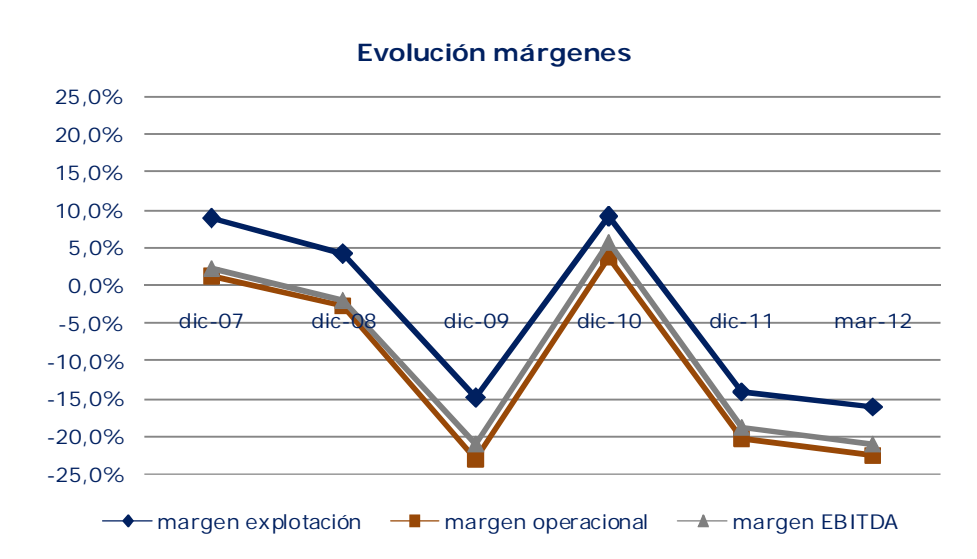
Las cifras de los últimos seis años muestran que los ingresos de explotación de **CSAV** crecieron paulatinamente todos los años, excepto en 2006 cuando cayeron 0,4%. Entre 2003 y 2005 se observaron tasas de crecimiento anuales de al menos 23%, acorde con el crecimiento mostrado por la demanda mundial de transporte de contenedores y de carga en general. Durante el 2006 la tasa fue negativa, fundamentalmente por efecto de las

² El análisis considera los valores a marzo como año móvil, esto es, doce meses desde abril 2011 a marzo 2012.

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 en el informe, medidas que fueron tomadas por la baja en las tarifas debido al desajuste entre la oferta y la demanda.

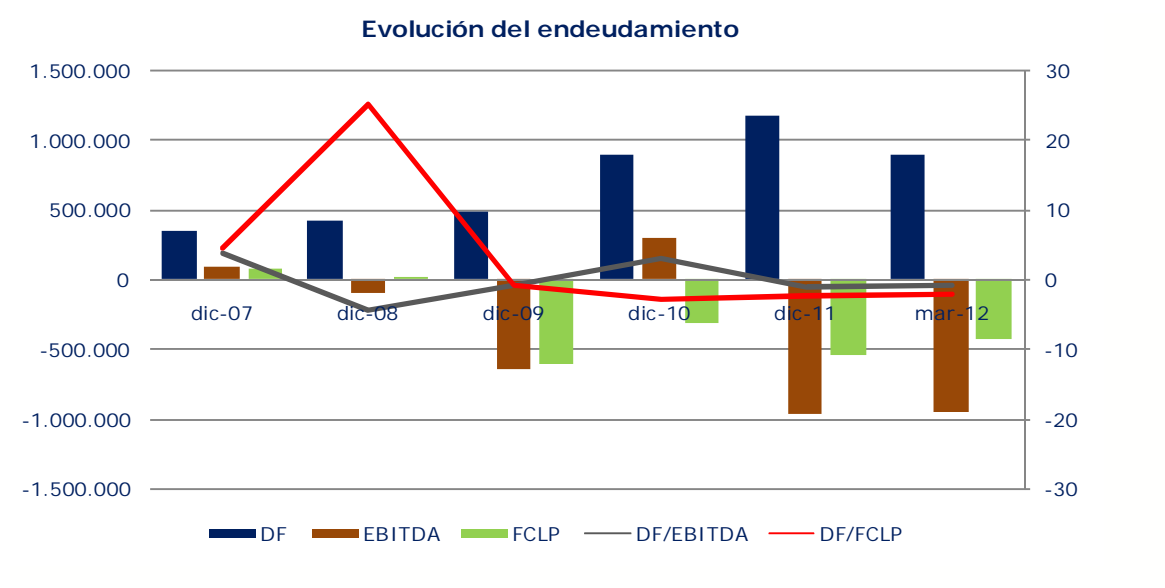


El EBITDA de **CSAV** ha tenido bastantes oscilaciones en los últimos cinco años, siendo negativo en tres de ellos. Por su parte, la tasa de EBITDA a ingresos ha sido esencialmente volátil, moviéndose entre -21,5% y 7,5%. El margen de explotación y el resultado operacional, medidos como proporción de 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 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 Plazo³ permanece en negativo a consecuencia de las elevadas pérdidas de 2009. Con todo, a marzo 2012 la deuda financiera disminuyó un 23,4% respecto de 2011, llegando a US\$ 895,3 millones.

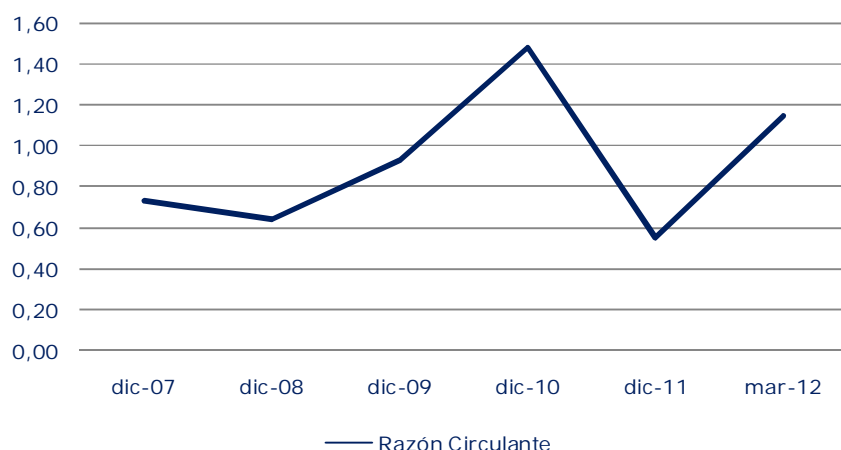


En general, la liquidez de la compañía medida como razón circulante⁴ ha tenido históricamente un comportamiento adecuado, mostrando a marzo 2012 una mejora respecto de 2011, logrando el activo corriente representar más de una vez el pasivo de corto plazo. Cabe mencionar que para una empresa con el nivel de volatilidad que exhibe **CSAV** en sus resultados, resulta adecuada y necesaria una política de caja que permita absorber los períodos de contracción.

³Indicador 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.

⁴ Razón circulante = activo circulante / pasivo circulante

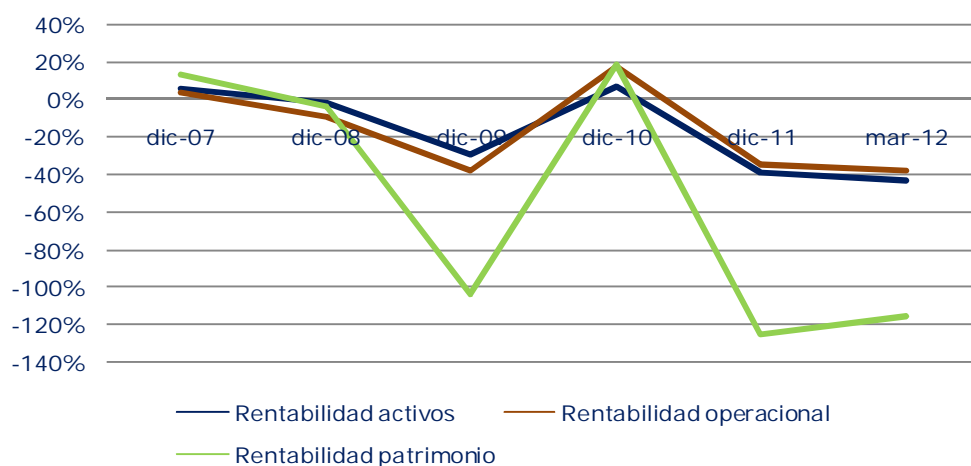
Evolución de la liquidez



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 a partir de 2011. Las tasas máximas de retorno operacional y de los activos han llegado a 18% en algunos periodos, pero por lo general se encuentran en niveles cercanos a cero.

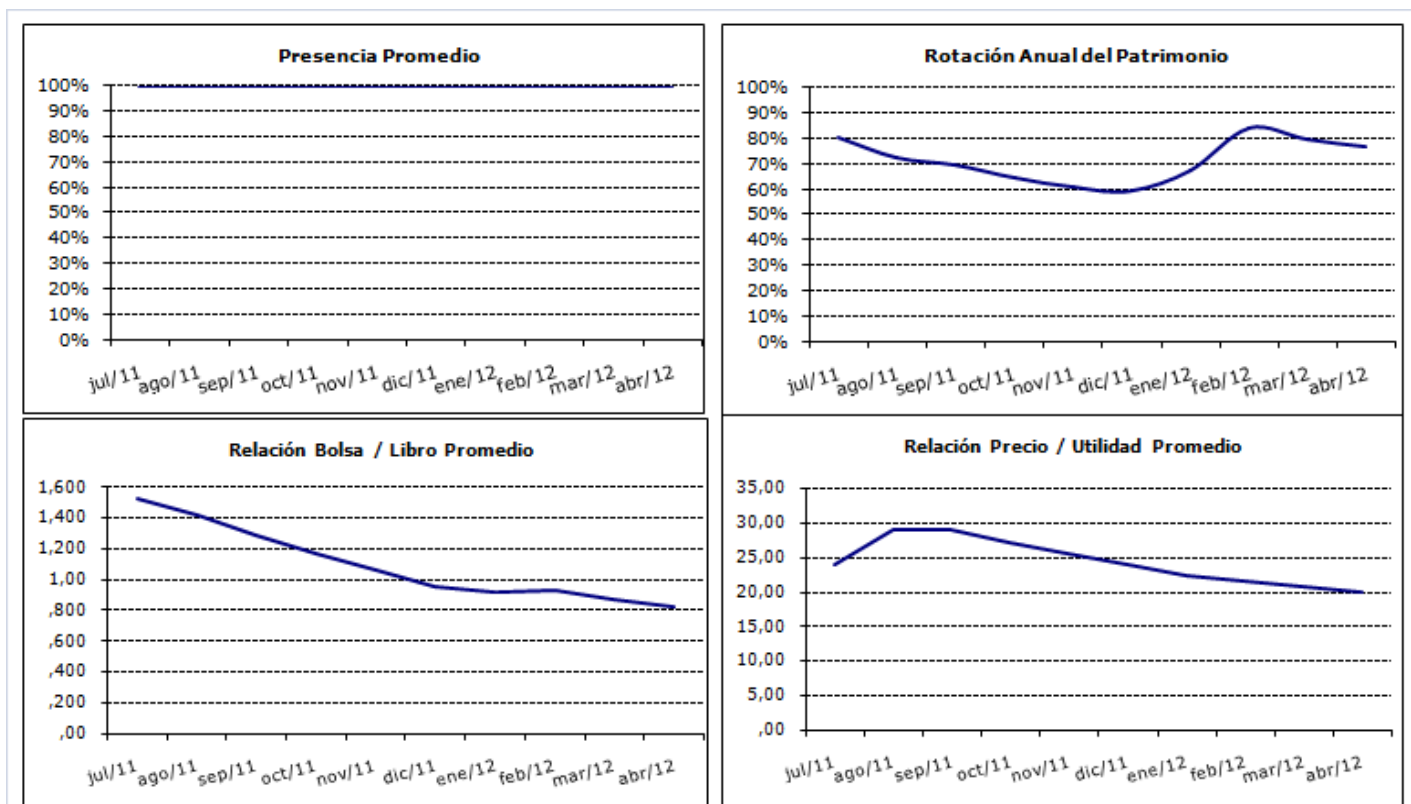
Evolución de la rentabilidad



Antecedentes de los Instrumentos

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:



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	01-10-2022	
Plazo vencimiento	10 años	
Covenants Financieros (Adaptados a IFRS)		
Covenant	Objetivo	mar-12
Endeudamiento ⁵	No superior a 1,2 veces el patrimonio	0,86
Patrimonio mínimo	US\$ 350 millones	US\$ 986 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).