

Ratings

José Delgadillo
Analista Corporaciones
jdelgadillo@icrchile.cl

Maricela Plaza
Subgerente Corporaciones
mplaza@icrchile.cl

Fernando Villa
Gerente Corporaciones
fvilla@icrchile.cl

Francisco Loyola
Gerente Clasificación
floyola@icrchile.cl

Instrumentos	Rating	Acción de rating	Tendencia	Acción de tendencia	Metodología
Solvencia / Bonos	BBB-	Confirmación	Estable	Confirmación	Metodología general de clasificación de empresas; Metodología de clasificación de industria de servicios.
Títulos accionarios	Primera Clase Nivel 3	Confirmación	N/A	N/A	Títulos accionarios de sociedades anónimas.

Fundamentos de Clasificación

La acción de ratificación de ratings y tendencia de Compañía Sud Americana de Vapores (en adelante Vapores, CSAV, la compañía o la empresa) se sustenta por la buena posición de mercado que mantiene en sus segmentos de negocio, ocupando el quinto lugar entre las compañías de transporte de contenedores a nivel mundial (a través de su participación en Hapag-Lloyd), y alcanzando una participación aproximada de 20% en el transporte de vehículos dentro de los mercados de Chile y Perú.

Vapores presenta una buena diversificación, destacando como principales negocios el de portacontenedores y el de transporte de vehículos. La empresa ha seguido una estrategia de focalización en segmentos específicos, lo que ha implicado el cierre de negocios como el de transporte de carga refrigerada en naves especializadas (*reefer*), el transporte de carga a granel, tanto sólidos como líquidos, y recientemente el de transporte logístico y de *freight forwarding*. La estrategia anterior ha permitido a CSAV generar ventajas competitivas suficientes para enfrentar el alto nivel de competencia característico de la industria.

Adicionalmente, un elemento relevante en el rating asignado es el limitado control que tiene la compañía sobre variables macroeconómicas que impactan costos relevantes como el combustible y el arriendo de naves, lo que explica la inestabilidad en la generación de márgenes. No obstante, para mitigar en parte este factor, Vapores utiliza la indexación de tarifas de transporte a la variación del precio del petróleo, y además mantiene contratos de arriendo de naves calzados con sus necesidades de transporte para el mediano y largo plazo.

La clasificación de riesgo se ve impactada negativamente por la baja fortaleza financiera de la compañía, debido principalmente a sus niveles de deuda respecto a la capacidad de generación de flujos. Lo anterior se evidencia en indicadores de cobertura, que, pese a su mejora durante los primeros nueve meses de 2018, aún se mantienen en niveles débiles.

Así, la cobertura de gastos financieros netos pasó desde 0,57 veces a diciembre de 2017 hasta 0,79 veces a septiembre de 2018, mientras que el indicador de deuda financiera neta sobre EBITDA se redujo desde 20,81 veces a diciembre de 2017 hasta 18,11 veces a septiembre de 2018. Cabe mencionar que dichos indicadores no consideran flujos

procedentes desde Hapag-Lloyd, la que durante 2018 realizó un pago de dividendos por US\$ 30,2 millones a Vapores.

La evolución de los indicadores de cobertura va en línea con las bajas variaciones que han mostrado los indicadores de endeudamiento durante los últimos períodos.

La generación de flujos por parte de Vapores aún presenta una alta volatilidad, lo que ha dificultado reducir las pérdidas acumuladas que la compañía mantiene, transformándose en un factor clave para categorizar la fortaleza financiera de la compañía en un nivel bajo.

A septiembre de 2018, la compañía reportó ingresos por US\$ 69 millones (-15,9% respecto a septiembre de 2017), y un EBITDA de US\$ 4,9 millones (+46,9% respecto a septiembre de 2017). El resultado del ejercicio, en tanto, aumentó significativamente desde una pérdida por US\$ 199,4 millones a septiembre de 2017 hasta una utilidad de US\$ 5,4 millones a septiembre de 2018, variación que representa principalmente factores no operacionales, como la pérdida por dilución registrada en 2017 tras la fusión entre Hapag-Lloyd y United Arab Shipping (US\$ 167,2 millones), y el menor gasto por impuesto diferido dada la depreciación experimentada por el Euro.

El rating de Vapores podría variar positivamente en caso de evidenciar un fortalecimiento significativo de los flujos procedentes de la operación directa de la compañía, de la operación de su afiliada Hapag-Lloyd, o de pagos de dividendos recurrentes desde ésta última. Por otra parte, si la compañía deteriora significativamente sus indicadores de endeudamiento al tomar mayores niveles de deuda, la clasificación de riesgo de la compañía podría sufrir una modificación a la baja.

Un hecho relevante a considerar en la industria de transporte marítimo durante 2019, será la preparación de las compañías para dar cumplimiento a la regulación IMO 2020 sobre emisión de óxidos de azufre a la atmósfera. Lo anterior tendrá un impacto en costos, ya sea por el mayor precio del combustible que cumpla con las normas de emisiones dentro del corto plazo, o la adecuación de la flota actual en el corto-mediano plazo. Por lo tanto, se prevén eventuales aumentos en tarifas durante los siguientes períodos, de manera tal que absorban los mayores costos asociados a la regulación.

Antecedentes de la Compañía¹

Compañía Sud Americana De Vapores es una compañía dedicada al transporte marítimo de carga desde 1872. Luego de una serie de cambios operacionales, que incluyeron la fusión del principal negocio de CSAV con la compañía alemana Hapag-Lloyd (HLAG) en 2014, y la posterior fusión de HLAG (clasificada en categoría B2 por Moody's) con la compañía United Arab Shipping (UASC) en 2017, su principal negocio continúa siendo el transporte de contenedores. Adicionalmente, mantiene bajo su operación servicios de transporte de vehículos, luego de haber salido de segmentos de negocios no relevantes (en términos de ingresos y resultados) durante los últimos años (transporte logístico y *freight forwarder* en 2017). Los servicios actualmente prestados por la compañía se describen a continuación:

Negocio	Detalle
Portacontenedores	Negocio operado por la empresa relacionada Hapag-Lloyd AG, a través de la cual se ofrecen más de 124 servicios alrededor del mundo por medio de una flota de 221 naves, de las cuales 112 son propias.
Transporte de vehículos	Negocio operado directamente por CSAV a través de naves arrendadas, importando vehículos desde Asia, costa este de Sudamérica, EEUU y México hacia la costa oeste de Sudamérica, siendo sus mercados más relevantes Chile y Perú.

Tabla 1: Información de los principales negocios de CSAV.
(Fuente: Elaboración propia con información de CSAV)

La materialización de la fusión con UASC en mayo de 2017, permitió a Hapag-Lloyd posicionarse como la quinta naviera a nivel global en términos de flota y capacidad. A septiembre de 2018, HLAG representó el 86% del total de activos de Vapores, mientras que alcanzó una capacidad y edad de flota promedio de 7.190 TEU y 7,5 años, respectivamente. Asimismo, un 66% de la capacidad total de la empresa correspondía a flota propia y el 34% restante a flota arrendada.

La fusión con UASC se produjo en un escenario en el que la industria en general está evolucionando hacia un crecimiento de las compañías vía fusiones y/o adquisiciones de gran escala, más que vía de posicionamientos de órdenes de construcción de naves.

Luego de la asociación antes descrita, CSAV continuó siendo el principal accionista de la naviera alemana, manteniéndose en el pacto de accionistas. Sin embargo, inmediatamente materializada la fusión, su participación accionaria se vio reducida desde 31,4% hasta 22,6%, la que se incrementó posteriormente hasta el 25% luego de realizado un aumento de capital por US\$ 294,4 millones. Con esto, la compañía mantiene una participación necesaria en la compañía para influir decisivamente en los planes estratégicos de la entidad, teniendo derecho a veto.

Durante el segundo semestre de 2018, CSAV incrementó su participación en HLAG, pasando desde 25,46% hasta 25,86%. La operación anterior fue financiada con un crédito puente, que posteriormente fue pagado con los flujos recibidos por el pago de dividendos que realizó HLAG a sus accionistas (julio de 2018). De este modo, CSAV continúa siendo la principal accionista de HLAG.

La compañía es actualmente controlada por el grupo Luksic con el 56,18% de las acciones (a través de Inversiones Río Bravo, Quiñenco e Inmobiliaria Norte Verde). El grupo controlador participa en CSAV desde el año 2011, compartiendo inicialmente el control de la compañía con grupo Claro, con el 20,6% de participación cada uno.

Principales accionistas	
Inversiones Río Bravo S.A.*	33,86%
Quiñenco S.A.*	20,42%
Bolsa de Comercio de Santiago Bolsa de Valores	6,86%
Marítima de Inversiones S.A.**	5,90%
BTG Pactual Chile S.A. Corredora de Bolsa	4,05%
Banco de Chile por cuenta de terceros no residentes	2,21%
Banco Itaú Corpbanca por cuenta de inversionistas extranjeros	2,05%
Inmobiliaria Norte Verde S.A.*	1,90%
Banchile Corredora de Bolsa S.A.	1,55%
Inversiones Megeve Dos LTDA.	1,44%
Bolsa Electrónica de Chile Bolsa de Valores	1,42%
Banco Santander por cuenta de inversionistas extranjeros	1,41%
Total 12 mayores accionistas	83,07%

*Sociedades vinculadas a grupo Luksic; **Sociedades vinculadas a grupo Claro.

Tabla 2: Estructura de propiedad a diciembre de 2018.

(Fuente: Elaboración propia con información de CMF)

La compañía cuenta con un directorio compuesto por siete miembros que se eligen cada tres años (última elección en abril de 2016), de los cuales Isabel Marshall es directora independiente y presidenta del comité de directores, mientras que los señores Gonzalo Menéndez y Arturo Claro conforman el comité de directores en calidad de no independientes.

Directorio	
José Francisco Pérez Mackenna	Presidente
Andrónico Mariano Luksic Craig	Director
Arturo Claro Fernández	Director
Gonzalo Sebastián Menéndez Duque	Director
Isabel Marshall Lagarrigue	Director
Hernán Alberto Büchi Buc	Director
José Fernando De Gregorio Rebeco	Director

Tabla 3: Directorio.

(Fuente: Elaboración propia con información de CMF)

La Industria²

En opinión de ICR, el negocio de portacontenedores en la industria naviera se caracteriza por:

- Alto nivel de competencia, donde unos pocos participantes concentran gran parte del mercado. A la fecha, las cinco compañías de transporte marítimo más grandes (en términos de TEU) concentran el 63% de la capacidad global aproximadamente, cifra que a 2013 solo alcanzaba un 44%³.
- Alta sensibilidad a la evolución de la economía, existiendo una marcada correlación entre el PIB mundial y el volumen transportado.
- Volatilidad de las tarifas de transporte marítimo, del combustible y de arriendo de naves, esta última derivada de los desfases entre el crecimiento de la demanda y la oferta de transporte.
- Consolidación de compañías, donde el crecimiento de los actores principales de la industria está derivando de fusiones y adquisiciones más que del posicionamiento de órdenes de construcción de naves de cada naviera. Así, la combinación de negocios de Hapag-Lloyd y Vapores (diciembre 2014), no fue una negociación aislada del mercado, sino que fue sucedida por otras transacciones o combinaciones de negocios como las ocurridas entre: (i) CMA CGM y NOL; (ii) COSCO y China Shipping Container Lines; (iii) Hapag-Lloyd y United Arab Shipping Company (UASC); (iv) Maersk y Hamburg Süd; (v) NYK, K-Line y MOL (inicio de operaciones en 2018 bajo el nombre ONE); y (vi) las navieras COSCO Y OOCL.
- Formación de tres alianzas estratégicas globales que agrupan a gran parte del Top 15 de las compañías navieras, otorgando mayor flexibilidad para operar en ciertas zonas y compensar desbalance de activos que se produzcan en los puertos.
- Desarrollarse bajo un escenario donde han sido relevantes la globalización, la eficiencia logística y las soluciones innovadoras en el transporte de carga sensible a la temperatura.

Se observa que los desbalances de oferta y demanda de transporte de contenedores han tendido a estabilizarse durante los últimos periodos, con variaciones menos pronunciadas que las observadas en años anteriores. Se estima la variación anual de la demanda de transporte de contenedores para el cierre de 2018 en un 4%, mientras que la oferta creció un 5,7% durante el mismo periodo⁴.

Si bien la demanda varió positivamente respecto al año anterior, la estimación para el cierre de 2018 fue menor al crecimiento observado en 2017, dado un contexto de medidas arancelarias a importaciones implementadas por Estados Unidos y China. Pese a que el escenario

comercial aún no tiene efectos claros en términos de volúmenes transportados, las proyecciones de crecimiento consideran un eventual impacto negativo.

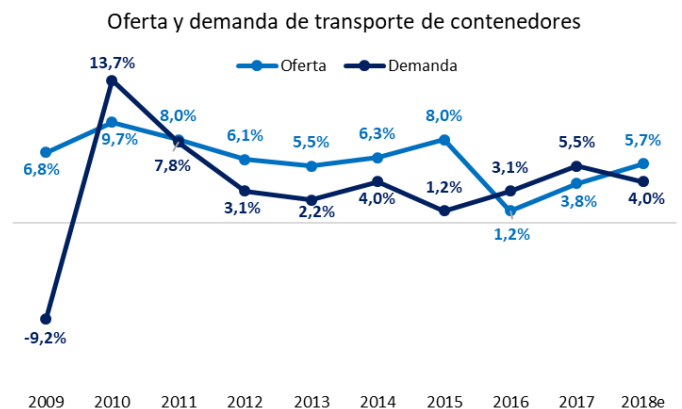


Gráfico 1: Oferta y demanda de transporte de contenedores (variación anual).
(Fuente: Elaboración propia con información de presentación resultados 3Q-2018, Hapag-Lloyd)

La oferta, por su parte, ha debido reestructurar su estrategia de crecimiento, dada la sobrecapacidad generada después de la crisis *sub-prime* en 2009. De este modo, la conformación de alianzas en la industria, la reestructuración de servicios de transporte, el desguace de naves desempleadas y la mayor racionalidad en la construcción de naves han sido acciones claves para garantizar el crecimiento ordenado de las compañías.

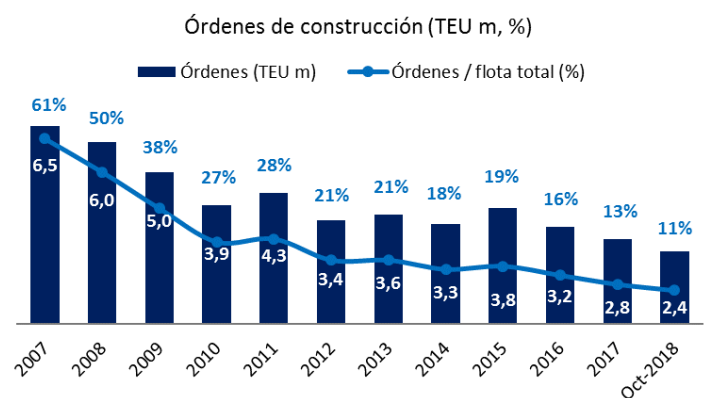


Gráfico 2: Evolución órdenes de construcción.
(Fuente: Elaboración propia con información de presentación resultados 3Q-2018, Hapag-Lloyd)

Adicionalmente, las órdenes de construcción respecto al total de la flota continúan disminuyendo, registrándose un 11% a octubre de 2018, lo que representa un mínimo histórico. No obstante, se observa una proporción importante de construcción de naves de un tamaño

mayor a 18.000 TEU (38% de las futuras entregas a septiembre de 2018).

Por otra parte, para el cierre de 2018 se proyecta que el desguace alcance un 0,3% de la flota mundial, lo que significa una reducción relevante respecto a los años 2016 y 2017 (3% y 2%, respectivamente), períodos que incorporaron el efecto asociado a la apertura de la ampliación del canal de Panamá.

En línea con las tasas de desguace, la flota detenida se mantiene en niveles relativamente bajos respecto a los valores alcanzados durante 2015 y 2016, lo que da señales de una consolidación de la industria y de la estructura operacional de las alianzas. Específicamente, la flota desempleada llegó a 511.000 TEU a septiembre de 2018, correspondientes principalmente a naves de tamaño entre 1.000 y 5.000 TEU.

- Demanda mundial altamente influida por la situación económica de los distintos mercados.
- Alta concentración de la oferta de transporte, donde navieras japonesas y coreanas mantienen cerca del 60% del mercado.
- Una capacidad mundial de transporte de vehículos que no ha disminuido, pese al menor dinamismo de la industria.
- Tarifa de arriendo de naves muy competitivo producto del exceso de flota de naves.
- Capacidad ociosa de buques a nivel global, lo que ha permitido a algunos operadores, suscribir contratos de arriendo con operadores superavitarios.

En términos de costos – asociados tanto al segmento de portacontenedores como de transporte de vehículos –, estos se relacionan con: el combustible, las actividades en puertos, canales y terminales, los movimientos logísticos y de contenedores y arriendos de flota.

A continuación, se presentan los principales riesgos del negocio y mitigadores aplicados por CSAV. A pesar que muchos de estos riesgos tienen algunos mitigadores establecidos, estos no cubren necesariamente la totalidad del efecto que pudiera tener en el negocio de la compañía.

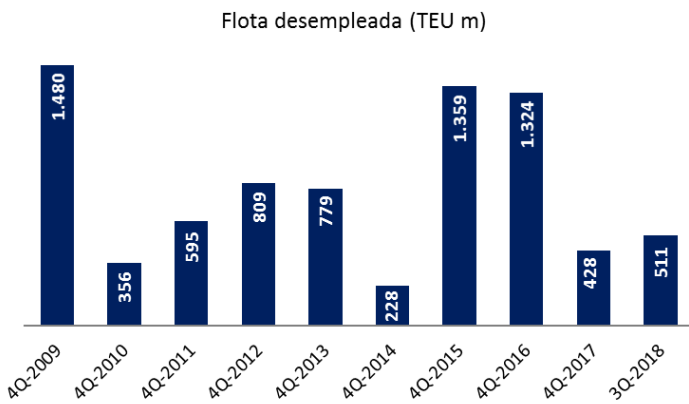


Gráfico 3: Evolución flota desempleada.

(Fuente: Elaboración propia con información de presentación resultados 3Q-2018, Hapag-Lloyd)

Un hecho relevante para la industria será la entrada en vigencia de la norma de reducción de emisiones de óxidos de azufres a la atmósfera, resultantes de la combustión del derivado del petróleo crudo que utilizan los buques como combustible (IMO 2020). Se estima que el cumplimiento perentorio de esta norma en 2020 implicará un incremento en costos para las compañías de transporte marítimo, ya sea por la utilización de un tipo de combustible que cumpla con las características de la regulación (corto plazo) o por la adaptación de las embarcaciones actuales (corto-mediano plazo). De este modo, dado los mayores costos asumidos por las empresas, se estima un ajuste al alza en las tarifas durante los siguientes períodos.

Respecto al negocio de transporte de vehículos, en tanto, éste se caracteriza por:

- Una volatilidad relevante a partir de 2009 (post crisis *subprime*).
- Bajo nivel de ventas en Chile y Perú en los años 2014 y 2015, el cual se han recuperado parcialmente durante los últimos años.

Principales riesgos negocio <i>car carrier</i>	Principales mitigadores aplicados por CSAV
Disminución de la demanda	Mantienen contratos entre uno a tres años, con tarifas de flete fijas y reajustables ante variaciones del precio del combustible. Además, CSAV posee flota 100% arrendada y ajustada a las necesidades de sus contratos vigentes, pudiendo flexibilizar su oferta.
Exceso de oferta	En general, bajo control sobre este riesgo. Sin embargo, al no tener flota propia, CSAV reduce sus costos al arrendar espacios a una tarifa baja.
Disminución de las tarifas de flete y aumento del precio del petróleo	Licitación de contratos en el negocio de transporte de vehículos. Asimismo, parte de las tarifas de los contratos son indexados al precio del petróleo. Adicionalmente, Vapores mantiene coberturas del precio del combustible.
Obsolescencia tecnológica	Flota 100% arrendada en el negocio de transporte de vehículos.
Riesgos operacionales	Existe un plan de seguros para proteger la flota propia contra siniestros de casco y maquinaria, guerra, huelga, otros riesgos marítimos, daños a la carga, lesiones de tripulantes, daños a terceros, responsabilidad por contaminación, entre otros.
Medioambientales y regulatorios	Se mantiene las certificaciones ISO correspondientes, dando cumplimiento a todas las normativas vigentes en las distintas jurisdicciones. Se mantienen seguros en caso de cualquier daño medioambiental.

Tabla 4: Principales riesgos del negocio y mitigadores de CSAV. (Fuente: Elaboración propia con información de CSAV)

Si bien toda la industria se encuentra afecta a estos riesgos, el impacto que ellos podrían tener en una clasificación de riesgo es variable entre

empresas del mismo sector, dependiendo tanto de los mitigadores asociados, como del desarrollo de su negocio y de su riesgo financiero.

Clasificación de Riesgo del Negocio⁵

A continuación, se muestran los principales factores analizados por ICR para determinar la clasificación de riesgo del negocio de la compañía,

De manera particular, CSAV adicionalmente se ve expuesta a los riesgos que enfrenta Hapag-Lloyd, cuyos mitigadores son administrados directamente por la empresa alemana.

en relación a las características de la industria a la que pertenece. En este sentido:

POSICIÓN DE MERCADO Y ALCANCE DE LOS SERVICIOS

La compañía posee dos líneas de negocios en las cuales tiene una posición relevante. En específico, estas líneas corresponden al negocio de portacontenedores, el que es desarrollado indirectamente por Vapores a través de su inversión en Hapag-Lloyd, y al servicio de *car carrier*, que es operado directamente por CSAV.

Cabe señalar que la fusión entre HLAG y UASC, permitió a Vapores posicionarse como uno de los principales competidores del segmento de portacontenedores, dado el mayor alcance de sus operaciones a nivel global. Lo anterior se evidencia en la quinta posición que ocupa la compañía dentro de la industria luego de la transacción materializada durante 2017. De este modo, HLAG transportó un volumen total de 8.900 TEU durante los primeros nueve meses de 2018, lo que representa un crecimiento de 27% respecto a septiembre de 2017⁶.

En cuanto al negocio de transporte de vehículos, Vapores se ha enfocado principalmente en las importaciones hacia la costa oeste de Sudamérica, alcanzando una participación en torno al 20% en los mercados de Chile y Perú. Al cierre de 2017, la compañía mantenía cerca del 1% de la capacidad mundial de transporte, posicionándose como la décimo tercera empresa con mayor capacidad en la industria global⁷.

En opinión de ICR, la compañía mantiene un tamaño relativo significativo en algunas rutas de tráficos globales, dada la industria actual y la importancia de la escala en el negocio portacontenedor, junto a la capacidad de Vapores de aprovechar las bajas tarifas de arriendo de espacio en naves *car carrier*, dados los altos costos de sus competidores.

FRANQUICIA / FORTALEZA DE LA MARCA

En opinión de ICR, la compañía tiene alta *expertise in-house*, así como capacidad de ejecución en sus líneas de negocios, lo que significa que es un buen desarrollador del negocio, participando en alianzas que le permiten incrementar la eficiencia.

CSAV se encuentra en línea con los grandes competidores de la industria, donde la calidad de servicio y las relaciones con los clientes se ubican sobre el promedio. En el negocio de portacontenedores, la calidad de servicio se mide a través de la frecuencia de salida de las naves

y cumplimiento de los plazos de entrega. En el negocio de transporte de vehículos, por su parte, la calidad de servicio se deriva de la existencia de disponibilidad de naves para el transporte.

Lo anterior, permite que la compañía mantenga un alto nivel de credibilidad y buena reputación en relación al cumplimiento de los pedidos, lo que busca continuar potenciando los siguientes períodos.

RELACIÓN CON EL CLIENTE

La compañía mantiene una moderada proporción de contratos a mediano plazo, donde en el negocio de transporte de vehículos los contratos corresponden a licitaciones de uno a tres años (con flota 100% arrendada), mientras que en el negocio de portacontenedores los contratos, en general, son a un menor plazo (con flota tanto propia como arrendada).

Aun cuando los contratos establecidos se fijan a un plazo máximo de tres años, las relaciones con los clientes están establecidas al mediano plazo, con compromisos ininterrumpidos por más de tres años, lo que significa que, en general, los contratos se van renovando habitualmente con los clientes.

Asimismo, el inicio de operaciones de las nuevas tres alianzas de la industria durante 2017 permitió a las compañías operar a mayor escala y con un mayor alcance geográfico, lo que repercutió positivamente en la estructura de costos, así como también en la calidad del servicio a los clientes.

Dada la presencia de CSAV (a través de sus negocios *car carrier* y portacontenedores), la compañía tiene capacidad para dar cumplimiento a las necesidades operativas de los clientes a nivel global. No obstante, dado el grado de estandarización del transporte marítimo, para el cliente de las navieras solo existe un costo promedio asociado al cambio de proveedor de servicios marítimos, aun cuando los servicios brindados son esenciales para sus operaciones.

ESTRUCTURA DE COSTOS

La compañía mantiene una estructura de costos promedio, con lo cual a menudo los márgenes son débiles e inestables. Pese a lo anterior, la compañía ha logrado sortear la variabilidad en los costos en el segmento *car carrier*, negociando arriendos estructurales de naves y espacios a un costo conveniente, aumentando la tasa de utilización de naves, indexando las variaciones del precio del combustible al precio del flete y además contratando coberturas para compensar eventuales variaciones del precio de este insumo.

De esta manera, las medidas para mitigar los riesgos asociados a la variabilidad en tarifas y precio del petróleo consiguen hacer más eficiente la estructura operacional de la compañía.

Asimismo, HLAG, al ser miembro de una de las tres grandes alianzas navieras (THE Alliance), logra tener una mayor eficiencia en su estructura de costos, estabilizando además las políticas de inversión de la compañía y la industria.

En opinión de ICR, CSAV mantiene sólo cierto control sobre algunos ítems de costos relevantes y una limitada habilidad para traspasar a los clientes los incrementos en costos.

DIVERSIFICACIÓN

La focalización en pocos segmentos de negocios le permite a la compañía mantener fortalezas competitivas, pero principalmente concentradas en su negocio global de transporte de contenedores, que presenta una exposición elevada a las condiciones de la economía mundial dada la naturaleza de la industria.

La compañía se encuentra bien diversificada por clientes y ubicaciones geográficas (principalmente el negocio de portacontenedores), sin una

exposición significativa a algunos de los segmentos de negocios de los clientes.

Dada la alta diversificación de Vapores en distintos segmentos de negocio de sus clientes, existe una baja exposición relativa al ciclo en términos agregados. Sin embargo, en el caso del servicio de transporte de vehículos, la compañía sí se enfrenta a un segmento claramente cíclico para los clientes.

Evaluación del Riesgo Financiero

SITUACIÓN FINANCIERA DE LA COMPAÑÍA

La evolución de los ingresos de la compañía muestra una reducción significativa durante los últimos años, debido principalmente al cierre de operaciones de segmentos de negocios (servicio de transporte de carga refrigerada en 2015, graneles líquidos en 2016 y Norgistics en 2017) y a la baja en volúmenes de vehículos transportados.

La disminución de demanda para el transporte de vehículos también ha mermado la capacidad para generar ingresos por parte de la compañía, causado por un contexto económico internacional con menor dinamismo. No obstante, durante 2018 se observó una recuperación significativa en la importación y venta de vehículos, lo que podría ayudar a CSAV a recuperar la pérdida en volúmenes observada durante los años anteriores.

Al cierre de septiembre de 2018, Vapores reportó ingresos de actividades ordinarias por US\$ 69 millones, lo que representó una reducción de US\$ 13,1 millones respecto a septiembre de 2017. La disminución en ingresos se explicó por los menores volúmenes transportados en el negocio *car carrier*, acompañado de una reducción en la tarifa de flete promedio.

Si bien la variación de tarifas afectó negativamente a la generación de ingresos de la compañía, ésta fue parcialmente contrarrestada por el reajuste de una proporción de las tarifas al precio del combustible.

Ingresos de explotación (millones de US\$)

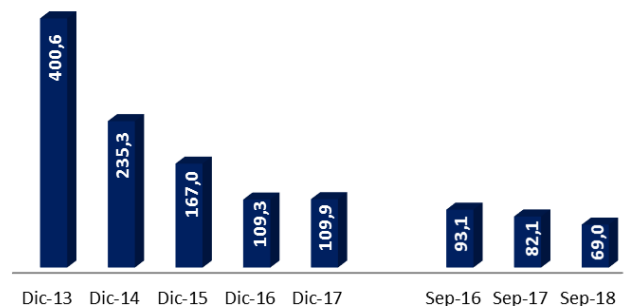


Gráfico 4: Evolución de ingresos de explotación.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Por otra parte, la reducción en costos de venta por parte de la compañía como resultado de la implementación de un plan de eficiencia operacional en el negocio *car carrier*, no logró mitigar la disminución en

ingresos, lo que explica la disminución del margen bruto desde 7,3% a septiembre de 2017 hasta 5,7% a septiembre de 2018. No obstante, la venta de activos clasificados como propiedades de inversión permitió revertir el menor margen, conduciendo a un incremento de 92,2% en el resultado operacional (US\$ 5,4 millones a septiembre de 2018).

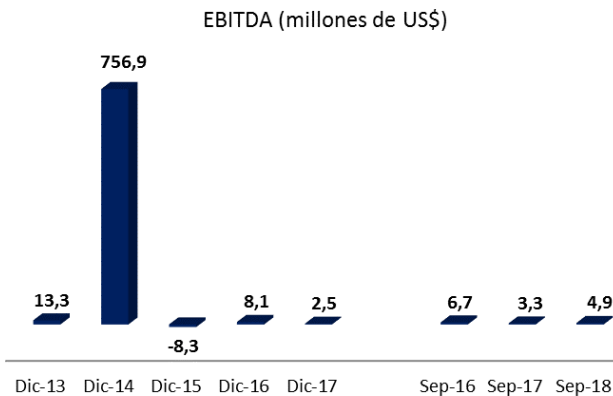


Gráfico 5: Evolución del EBITDA.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros y análisis razonados)

En línea con lo anterior, la empresa generó un monto de EBITDA⁸ de US\$ 4,9 millones a septiembre de 2018, aumentando 46,9% respecto a septiembre de 2017. Asimismo, el margen EBITDA se incrementó desde 4% a septiembre de 2017 hasta 7,1% a septiembre de 2018.

El resultado del ejercicio, en tanto, llegó a US\$ 5,4 millones a septiembre de 2018, aumentando US\$ 204,8 millones respecto al valor reportado al cierre de septiembre de 2017. El principal efecto incorporado en esta variación corresponde a la pérdida por dilución de US\$ 167,2 millones que se registró durante 2017 por la operación de fusión de HLAG y UASC. Lo anterior generó una baja base de comparación, explicando el crecimiento relevante al contrastar las utilidades de los períodos analizados.

Adicionalmente, se observó un efecto positivo de US \$40,4 millones en la utilidad a septiembre de 2018 por un menor gasto por impuesto diferido, dada la depreciación que experimentó el Euro.

Por otra parte, el aumento de participación desde 25,46% hasta 25,86% en HLAG, generó un *badwill* por US\$ 0,9 millones, lo que también afectó positivamente al resultado registrado por Vapores al cierre de los primeros nueve meses de 2018.

Cabe mencionar que los flujos provenientes de HLAG, se registran a través del valor patrimonial proporcional, sin tener efecto directo en los ingresos y EBITDA de Vapores.

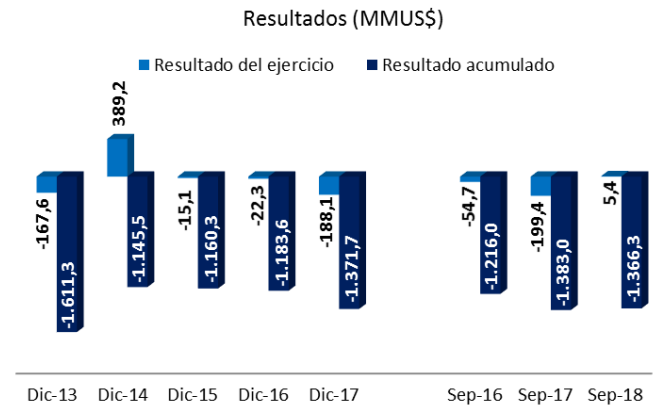


Gráfico 6: Resultado acumulado.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

La compañía mantenía pérdidas acumuladas por US\$ 1.366 millones a septiembre de 2018. Si bien éstas se redujeron respecto a 2017, Vapores no ha logrado revertir las pérdidas acumuladas históricas que ha registrado desde el débil desempeño en resultados que evidenció en 2011 (pérdida de US\$1.136 millones). Por lo tanto, no se espera que la empresa realice pago de dividendos a sus accionistas dentro del corto ni mediano plazo.

Durante el tercer trimestre de 2018, HLAG realizó un pago de dividendos por US\$ 30,2 millones a CSAV, con cargo a la utilidad del ejercicio anterior. El monto recibido se utilizó para cubrir un crédito puente entregado por el Banco de Crédito del Perú, que financió el incremento de 0,4% en la participación que CSAV mantiene sobre HLAG.

PRINCIPALES INDICADORES UTILIZADOS EN LA CLASIFICACIÓN DEL RIESGO FINANCIERO

Luego de la crisis económica global a fines de 2008, las compañías de la industria naviera enfrentaron una mayor dificultad para generar flujos suficientes para cubrir los altos niveles de deuda. Por este motivo, el mecanismo para financiar las operaciones y reducir las obligaciones financieras fue incurrir en aumentos de capital.

De este modo, a fines de 2017 se concretó el último aumento de capital en CSAV, colocándose el 100% de las acciones en el mercado y recaudándose US\$ 294,4 millones que fueron utilizados para participar del aumento de capital de HLAG.

Como consecuencia de lo antes descrito, junto a la enajenación de algunas líneas de negocios de Vapores (como el traspaso de portacontenedores a HLAG), los niveles de deuda financiera bruta y neta de la empresa se han reducido, mejorando de esta manera su posición de liquidez, y permitiendo que la compañía cuente con recursos suficientes para cubrir sus obligaciones de los próximos doce meses (RCSD⁹).

A septiembre de 2018, la deuda financiera¹⁰ de Vapores llegó a US\$ 94,9, lo que representó un aumento de 0,5% respecto a diciembre de 2017. La deuda financiera neta¹¹, en tanto, se incrementó desde US\$

51 millones a diciembre de 2017 hasta US\$ 74,3 millones a septiembre de 2018, lo que se explica principalmente por una menor caja (-51,3% respecto diciembre de 2017).

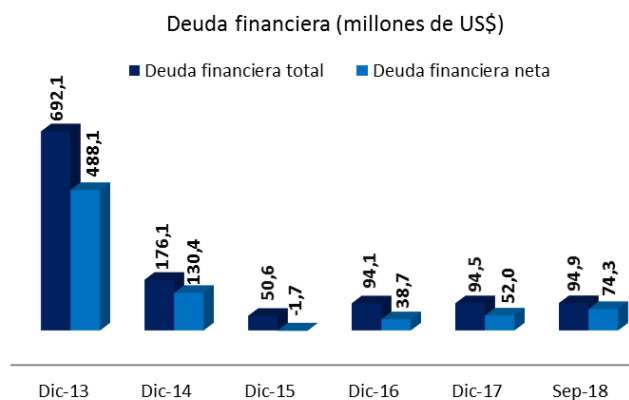


Gráfico 7: Evolución deuda financiera bruta y neta.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Al cierre de los primeros nueve meses de 2018, la deuda financiera total de Vapores se constituía en un 47,2% por el préstamo bancario que la compañía mantiene con banco Itaú-Corpbanca por US\$ 45 millones, y en un 52,8% por el bono serie B por US\$50 millones.

Solvencia del Emisor

La clasificación de riesgo de una empresa (solvencia) corresponde a la evaluación, por parte de ICR, del riesgo de crédito al cual ésta se ve expuesta. Se compone como una función de:

1. El rating del negocio de la compañía, determinado por la evaluación de los factores establecidos en la [Metodología de Clasificación de Compañías en la Industria de Servicios](#) y detallado en este informe en el apartado Clasificación de Riesgo del Negocio;
2. La evaluación del riesgo financiero, determinado al analizar los principales indicadores financieros, establecido en la [Metodología de Clasificación de Compañías en la Industria de Servicios](#) y detallado en este informe en el apartado Evaluación del Riesgo Financiero.

Los dos componentes – del negocio y financiero –, son combinados para determinar la solvencia del emisor. En la mayoría de los casos, el riesgo del negocio tendrá una mayor ponderación que el riesgo financiero en la determinación de la clasificación de solvencia, salvo en aquellos casos en que la liquidez se encuentre ajustada.

Respecto a los indicadores de endeudamiento de la compañía, estos tienden a permanecer estables los últimos años. El endeudamiento total de la empresa se redujo desde 0,07 veces a diciembre de 2017 hasta 0,06 veces a septiembre de 2018. Por otra parte, dado el incremento en la deuda financiera neta, el endeudamiento financiero neto subió desde 0,02 veces a diciembre de 2017 hasta 0,03 veces a septiembre de 2018.

A pesar del aumento de deuda financiera neta, el indicador de deuda financiera neta sobre EBITDA se redujo, debido a la mejora en la generación de EBITDA que ha presentado la compañía durante los últimos doce meses. El mayor monto de EBITDA anualizado registrado por Vapores, también le ha permitido aumentar la cobertura de gastos financieros netos, indicador que aún se mantiene en niveles débiles.

Indicador (N° de veces)	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Sep-18
Endeudamiento total ¹²	1,32	0,16	0,09	0,08	0,07	0,06
Endeudamiento financiero ¹³	0,67	0,09	0,02	0,05	0,04	0,04
Endeudamiento financiero neto ¹⁴	0,48	0,07	0,00	0,02	0,02	0,03
Cobertura de gastos financieros netos ¹⁵	1,04	198,30	-2,43	2,10	0,57	0,79
Deuda financiera neta sobre EBITDA ¹⁶	36,60	0,17	0,21	4,78	20,81	18,11
Razón circulante ¹⁷	0,78	0,35	1,31	1,52	1,78	1,81
Razón ácida ¹⁸	0,68	0,33	1,27	1,44	1,70	1,66

Tabla 5: Principales indicadores utilizados en la clasificación.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Para el caso de CSAV, la evaluación del riesgo del negocio, esto es posición de mercado y alcance de los servicios, franquicia/fortaleza de la marca, relación con el cliente, estructura de costos y diversificación, indica que la clasificación de riesgo se inclina hacia categoría BBB. Por otra parte, la evaluación del riesgo financiero (es decir, la evaluación de los niveles de deuda) disminuye esta clasificación en dos *notches*, al tratarse de una fortaleza financiera, por el momento, categorizada por ICR como baja. Factores adicionales, como el respaldo financiero del controlador, contrarresta en un *notch* la situación financiera de la compañía, quedando finalmente clasificado CSAV en categoría BBB-.

La tendencia y/o clasificación podrían variar positivamente si la compañía lograra evidenciar un fortalecimiento significativo en sus flujos de caja operacionales y/o si percibiera dividendos en forma recurrente desde Hapag-Lloyd. En contraposición, su clasificación podría ajustarse a la baja conforme sus flujos o la operación de Hapag-Lloyd se deterioran, o bien si la compañía incrementara de manera significativa su deuda, de modo tal que debilite de manera relevante sus indicadores respecto a sus niveles históricos.

Instrumentos Clasificados

1. Títulos accionarios

La compañía mantiene en circulación títulos accionarios nemotécnico VAPORES, los cuales mantienen alta actividad en el mercado, con presencia bursátil de 100% durante los últimos doce meses (sin *market maker*) y un *floating* de 37,9%, aproximadamente.

2. Bonos corporativos

La compañía mantiene vigente la serie de bonos B (línea N° 839), según el siguiente detalle:

Serie B	
N° de inscripción	Línea 839
Fecha inscripción	21-oct-16
Plazo	4,67 años
Monto inscrito	US\$ 50.000.000
Monto colocado	5,2%
Deuda vigente	US\$ 50.000.000
Tasa de emisión	US\$ 50.000.000
Vencimiento	30-jun-21

Tabla 6: Detalle colocaciones vigentes.

(Fuente: Elaboración propia con información de CMF y LVA)

Las características de los papeles, en conjunto con la solvencia de compañía (categoría BBB-) se reflejan en una clasificación de riesgo para títulos accionarios en categoría Primera Clase Nivel 3.

Esta emisión tiene los siguientes resguardos:

Indicador	Restricción	Dic-17	Sep-18
Nivel de activos totales (MMUS\$)	>= 1.614	2.266	2.259
Activos libres de gravámenes (N° de veces)	>= 1,30	22,2	22,8
Endeudamiento (N° de veces)	<= 1,30	0,07	0,06

Tabla 7: Covenants asociados a la emisión de bonos.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

La estructura de los contratos de emisión de bonos, esto es, declaraciones y garantías, *covenants* y eventos de default, no estipulan condiciones tales, que ameriten una clasificación de riesgo del instrumento distinta a la solvencia del emisor.

Definición de Categorías

SOLVENCIA/BONOS

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.

La subcategoría “-” denota una menor protección dentro de la Categoría.

TÍTULOS ACCIONARIOS

PRIMERA CLASE NIVEL 3

Títulos accionarios con una buena combinación de solvencia y estabilidad de la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

HISTORIAL DE CLASIFICACIÓN DE BONOS Y SOLVENCIA			
Fecha	Rating	Tendencia	Motivo
06-ene-17	BBB-	En Observación	Primera Clasificación
11-sep-17	BBB-	Estable	Cambio de Tendencia
31-ene-18	BBB-	Estable	Reseña anual
31-ene-19	BBB-	Estable	Reseña anual

HISTORIAL DE CLASIFICACIÓN DE TÍTULOS ACCIONARIOS			
Fecha	Rating	Tendencia	Motivo
11-may-17	Primera Clase Nivel 3	N/A	Primera Clasificación
31-ene-18	Primera Clase Nivel 3	N/A	Reseña anual
31-ene-19	Primera Clase Nivel 3	N/A	Reseña anual

Anexo

Situación financiera de Compañía Sud Americana de Vapores (millones de dólares)

	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Sep-16	Sep-17	Sep-18
Activos corrientes	597,6	93,9	80,2	84,2	68,8	102,0	75,3	56,1
Activos no corrientes	1.779,6	2.116,7	2.145,5	2.084,0	2.197,2	2.046,9	1.892,3	2.202,9
Activos totales	2.377,1	2.210,6	2.225,7	2.168,2	2.266,0	2.148,9	1.967,6	2.259,0
Efectivo y Equivalentes	201,7	45,7	52,4	54,6	42,4	42,6	43,3	20,7
Inventarios	79,0	4,6	2,2	4,3	3,2	1,9	3,3	4,8
Pasivos corrientes	763,2	266,6	61,3	55,3	38,6	65,6	48,8	31,0
Pasivos no corrientes	587,1	44,2	113,5	106,4	109,9	104,5	103,7	99,4
Pasivos totales	1.350,4	310,7	174,8	161,7	148,5	170,0	152,5	130,3
Deuda financiera corriente	112,4	133,2	3,0	0,5	0,7	0,1	0,9	11,0
Deuda financiera no corriente	579,7	42,9	47,6	93,6	93,8	94,3	93,7	84,0
Deuda financiera total	692,1	176,1	50,6	94,1	94,5	94,4	94,6	94,9
Deuda financiera neta	488,1	130,4	-1,7	38,7	52,0	50,8	51,0	74,3
Patrimonio	1.026,7	1.899,9	2.050,9	2.006,5	2.117,5	1.978,8	1.815,0	2.128,6
Ingresos de explotación	400,6	235,3	167,0	109,3	109,9	93,1	82,1	69,0
Margen explotación	21,7	-1,8	2,8	3,4	7,3	2,7	6,0	3,9
Resultado operacional	12,5	825,6	-12,8	7,9	1,3	6,5	2,8	5,4
Gastos financieros netos	12,9	3,8	3,4	3,8	4,4	3,4	4,0	5,2
Utilidad del ejercicio	-167,6	389,2	-15,1	-22,3	-188,1	-54,7	-199,4	5,4
Razón circulante (N° de veces)	0,78	0,35	1,31	1,52	1,78	1,56	1,54	1,81
Razón ácida (N° de veces)	0,68	0,33	1,27	1,44	1,70	1,53	1,48	1,66
Endeudamiento total (N° de veces)	1,32	0,16	0,09	0,08	0,07	0,09	0,08	0,06
Endeudamiento financiero (N° de veces)	0,67	0,09	0,02	0,05	0,04	0,05	0,05	0,04
Endeudamiento financiero neto (N° de veces)	0,48	0,07	0,00	0,02	0,02	0,03	0,03	0,03
EBITDA	13,3	756,9	-8,3	8,1	2,5	6,7	3,3	4,9
Margen EBITDA (%)	3,3%	321,7%	-5,0%	7,4%	2,3%	7,2%	4,0%	7,1%
EBITDA 12 meses	13,3	756,9	-8,3	8,1	2,5	6,7	4,9	4,1
Cobertura de gastos financieros netos 12 meses (N° de veces)	1,04	198,03	-2,43	2,11	0,56	-0,86	1,17	0,79
Deuda financiera neta / EBITDA (N° de Veces)	36,60	0,17	0,21	4,78	20,81	-17,52	10,86	18,11
CAPEX	71,4	120,3	2,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Margen bruto (%)	5,4%	-0,8%	1,7%	3,1%	6,6%	2,9%	7,3%	5,7%
Margen operacional (%)	3,1%	350,9%	-7,7%	7,2%	1,2%	7,0%	3,4%	7,8%
Rentabilidad activos (%)	-6,9%	17,0%	-0,7%	-1,0%	-8,5%	-7,1%	-8,1%	0,8%
Rentabilidad patrimonio (%)	-17,7%	26,6%	-0,8%	-1,1%	-9,1%	-7,6%	-8,8%	0,8%

¹ Fuente: La compañía (estados financieros a septiembre 2018, memoria anual 2017, página web CSAV); CMF.

² Fuente: Memoria anual 2017, CSAV; Investor Presentation 9M Results 2018, Hapag-Lloyd; la compañía (emails).

³ Fuente: [Top 100, Alphaliner](#).

⁴ Fuente: Investor Presentation 9M Results 2018, Hapag-Lloyd.

⁵ Fuente: La compañía.

⁶ Fuente: Investor Presentation 9M Results 2018, Hapag-Lloyd.

⁷ Fuente: Memoria anual 2017

⁸ EBITDA = Ingresos de actividades ordinarias – costos de ventas + otros ingresos (pérdidas), por función + otras ganancias (pérdidas) + depreciación y amortización + diferencia de cambio.

⁹ Servicio de la deuda (RCS D): (Caja inicial + EBITDA – Capex – impuestos, proyectados) / servicio de la deuda próximos 12 meses (capital e interés).

¹⁰ Deuda financiera = Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes.

¹¹ Deuda financiera neta = deuda financiera – efectivo y equivalentes – otros activos financieros corrientes.

¹² Endeudamiento total = Pasivos totales / patrimonio total.

¹³ Endeudamiento financiero = Deuda financiera total / patrimonio total.

¹⁴ Endeudamiento financiero neto = Deuda financiera neta / patrimonio total.

¹⁵ Cobertura de gastos financieros netos = EBITDA 12 meses / (gastos financieros totales – ingresos financieros, 12 meses).

¹⁶ Deuda financiera neta / EBITDA = (Deuda financiera total – efectivo y equivalente – activos financieros corrientes) / EBITDA 12 meses.

¹⁷ Razón circulante = Activo circulante / pasivo circulante.

¹⁸ Razón ácida = (Activo circulante – existencias) / pasivo circulante.

La opinión de ICR Chile Clasificadora de Riesgo, 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 pública remitida a la Comisión para el Mercado Financiero, a las bolsas de valores y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.