



ACCIÓN DE RATING

28 de mayo, 2019

Reseña Anual de Clasificación

RATINGS

Compañía Sud Americana de Vapores S.A.

Solvencia	BBB
Bonos	BBB
Tendencia	Estable
Títulos accionarios	Nivel 3
Estados financieros	4Q-2018

Para mayor información, ir a sección [Evolución de ratings](#)

METODOLOGÍAS

[Metodología general de clasificación de empresas](#)

[Títulos accionarios de sociedades anónimas](#)

CONTACTOS

Francisco Loyola +56 2 2896 8205
Gerente de Clasificación
floyola@icrchile.cl

Fernando Villa +56 2 2896 8207
Gerente de Corporaciones
fvilla@icrchile.cl

Maricela Plaza +56 2 2896 8215
Subgerente de Corporaciones
mplaza@icrchile.cl

José Delgadillo +56 2 2896 8211
Analista de Corporaciones
jdelgadillo@icrchile.cl

Compañía Sud Americana de Vapores S.A.

Informe de Clasificación de Riesgo Anual

ICR ratifica en categoría BBB/Estable la clasificación de solvencia y bonos de [Compañía Sud Americana de Vapores S.A.](#), y en Primera Clase Nivel 3 la clasificación de sus títulos accionarios, sustentados principalmente en la posición de mercado relevante que alcanza la compañía en sus líneas de negocio, la buena diversificación por cliente y ubicación geográfica, además de la gran experiencia y reputación de marca. El acotado control sobre la estructura de costos de su operación directa representa un factor importante en el rating, así como también la fortaleza financiera.

Consideramos que la consolidación de Vapores en el negocio de portacontenedores (indirectamente a través de la operación de Hapag-Lloyd), representa un elemento positivo para la clasificación de la compañía, así como también la diversificación que logra en sus líneas de servicios (portacontenedores y *car carrier*), a través de la atomización de su cartera de clientes y la distribución de sus operaciones en varias zonas geográficas.

Sin embargo, en su negocio *car carrier* la compañía mantiene un control acotado sobre sus costos, lo que se traduce en un riesgo para la estabilidad en márgenes. Pese a esto, Vapores ha establecido mitigadores parciales, enfocando su estrategia en diferenciar su oferta con servicios de mayor calidad, manteniendo una estructura operacional flexible y contratos de arriendo de naves calzados con sus necesidades de transporte, e indexando tarifas al precio del petróleo.

Si bien la fortaleza financiera de la compañía mantiene cierto grado de debilidad, como resultado de la baja generación propia de flujos respecto a su nivel de deuda, nuestras perspectivas consideran que las mejoras operacionales de Hapag-Lloyd contribuirían positivamente a establecer una recurrencia en los flujos de dividendos que Vapores recibe. A raíz de esto, ICR mejoró la clasificación de solvencia y bonos de la compañía en [mayo de 2019](#).

La ratificación del rating de Vapores considera nuestras expectativas sobre la estabilidad en flujos (desde su operación directa y/o desde los dividendos recibidos desde Hapag-Lloyd), además de niveles de endeudamiento adecuadamente ajustados a la evolución de los flujos que la compañía genere y reciba. Por lo tanto, en caso de observarse un deterioro importante en la situación financiera de la compañía producto de una alta volatilidad en flujos, que implique una dificultad para cubrir sus obligaciones financieras, la clasificación podría variar a la baja.

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 en conjunto con factores adicionales (como el respaldo financiero del controlador), respaldan la clasificación asignada.

Perfil de la Empresa

Compañía Sud Americana de Vapores (Vapores, CSAV) es una empresa 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 unión de HLAG (clasificada en categoría B1 por Moody's) con la compañía United Arab Shipping (UASC) en 2017, su principal negocio (indirecto) continúa siendo el transporte de contenedores.

Actualmente, la operación directa de Vapores incluye el servicio de transporte de vehículos (*car carrier*), luego de cerrar unidades de negocio poco relevantes en términos de posicionamiento global y rentabilidad. El último negocio que la compañía discontinuó fue el de transporte logístico y *freight forwarder*, que operaba a través de su filial Norgistics.

Inmediatamente materializada la fusión de HLAG con UASC en mayo de 2017, la participación de Vapores en la propiedad se redujo desde 31,4% hasta 22,6%, la que se incrementó posteriormente hasta el 25% luego de realizado un aumento de capital en HLAG, en que CSAV aportó US\$ 294,4 millones. De este modo, la compañía logró la participación necesaria para tener derecho a veto.

Hapag-Lloyd se posicionó como la quinta mayor naviera a nivel global en capacidad de transporte de su flota, luego de la fusión con UASC. Al cierre de 2018, HLAG representó el 85,9% del total de activos de Vapores, y alcanzó una capacidad promedio de 7.240 TEU. Asimismo, un 64% de la capacidad total de la empresa correspondía a flota propia y el 36% restante a flota arrendada.

Durante el segundo trimestre de 2018, CSAV aumentó nuevamente su participación en HLAG, pasando desde un 25,46% hasta un 25,86%. La operación se financió con un crédito puente, que posteriormente fue pagado con los flujos recibidos del pago de dividendos realizado por la naviera alemana a sus accionistas en julio de 2018. De este modo, CSAV continúa siendo el 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 con grupo Claro, con un 20,6% de participación cada uno.

CSAV es administrada por un directorio compuesto de siete miembros, los que son elegidos cada tres años. La última elección de directores se realizó en la Junta Ordinaria de Accionistas del 26 de abril de 2019. En la misma ocasión, se renovó el comité de directores, el que se constituye de tres miembros.

Industria naviera

Las perspectivas para la industria mantienen estabilidad respecto a 2018, pero sensible al escenario del comercio internacional

Actualmente, el escenario económico mundial presenta una incertidumbre importante respecto a las perspectivas de crecimiento. En este contexto, la disputa comercial entre Estados Unidos y China surge como el elemento principal en los posibles efectos adversos que podría sufrir el comercio internacional, así como también el crecimiento mundial. De hecho, el Fondo Monetario Internacional realizó un recorte en sus estimaciones para la actividad económica en 2019, disminuyendo su proyección de crecimiento desde 3,5% (enero 2019) hasta 3,3% (abril 2019)¹.

PRINCIPALES ACCIONISTAS

Accionista	%
Inversiones Río Bravo S.A.*	33,86%
Quiñenco S.A.*	20,42%
Bolsa de Comercio de Santiago	7,54%
Bolsa de Valores	
Marítima de Inversiones S.A.**	5,38%
BTG Pactual Chile S.A. Corredora de Bolsa	3,02%
Banco de Chile por cuenta de terceros no residentes	2,17%
Banco Itaú Corpobanca por cuenta de inversionistas extranjeros	2,13%
Inmobiliaria Norte Verde S.A.*	1,90%
Valores Security S.A. Corredora de Bolsa	1,55%
Banco Santander por cuenta de inversionistas extranjeros	1,48%
Banchile Corredora de Bolsa S.A.	1,48%
Inversiones Megeve Dos Limitada	1,37%

*Sociedades vinculadas a grupo Luksic

**Sociedades vinculadas a grupo Claro

Fuente: información de CMF a marzo de 2019

DIRECTORIO

Francisco Pérez M.	Presidente
Andrónico Luksic C.	Vicepresidente
Arturo Claro F.	Director
Gonzalo Menéndez D.	Director
Hernán Büchi B.	Director
José de Gregorio R.	Director
Christian Blomstrom B.	Director

Fuente: CMF

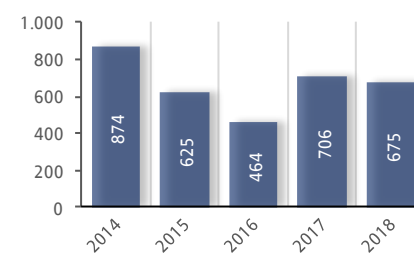
COMITÉ DE DIRECTORES

Christian Blomstrom B.	Independiente
Arturo Claro F.	No independiente
Gonzalo Menéndez D.	No independiente

Fuente: CMF

Mayor precio del combustible durante los primeros meses de 2018 predominó por sobre el aumento en la tarifa de flete

Evolución margen SCFI-RTM promedio (US\$)

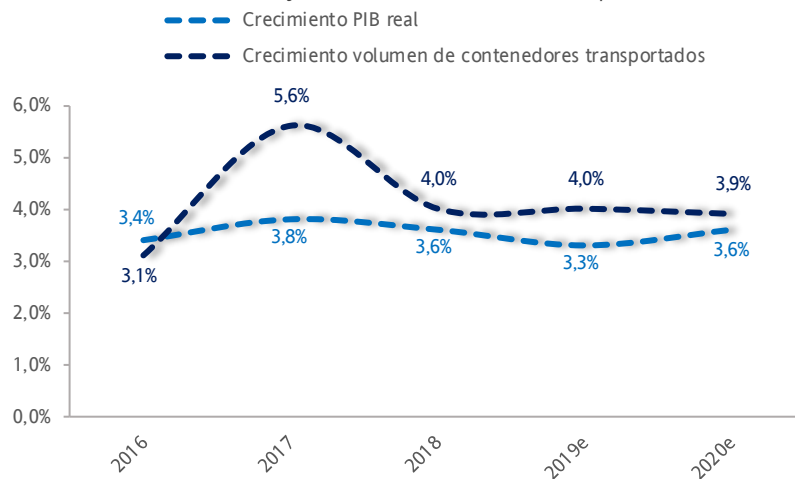


Fuente: Memoria 2018 CSAV

Aun cuando los ajustes son a la baja, las perspectivas parecen ser razonables respecto al 3,6% de crecimiento observado durante 2017. En esta línea, la industria de transporte de contenedores no debiese sufrir impactos significativos dentro del corto plazo, lo que explica que las estimaciones de crecimiento para este mercado en términos de volúmenes transportados se mantengan en torno al 4% durante 2019.

Crecimiento plano en volumen de contenedores transportados para 2019, en un escenario con menores expectativas de crecimiento mundial

Variación anual del PIB mundial y del volumen de contenedores transportados (%)

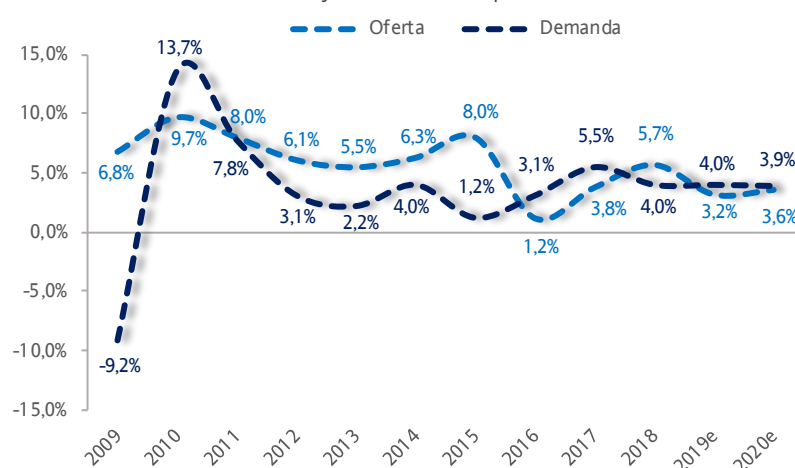


Fuente: FMI; presentación de resultados HLAG.

Por otra parte, la oferta de transporte de contenedores debiese presentar un buen ajuste respecto a la demanda, con variaciones menos pronunciadas que en períodos anteriores. Para lograr esta mayor estabilidad, las compañías navieras tuvieron que reenfocar su estrategia de crecimiento, lo que concretamente se tradujo en conformación de alianzas, reestructuración de servicios de transporte, desguace de naves desempleadas y mayor racionalidad en la construcción de nueva flota.

Balance positivo de oferta y demanda de transporte de contenedores para los próximos períodos

Evolución del crecimiento de oferta y demanda de transporte de contenedores (%)



Fuente: Presentación de resultados HLAG.

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

PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE LA INDUSTRIA NAVIERA

Alto nivel de competencia, con gran concentración de mercado:

- ❖ A la fecha, las cinco compañías navieras más grandes (en términos de TEU) concentran más del 60% de la capacidad global (ver [Top 100, Alphaliner](#)).
- ❖ En el caso de los operadores de transporte de vehículos, los cinco principales alcanzan una participación de mercado conjunta del 60%.

Alta sensibilidad a la evolución de la economía mundial:

- ❖ Se observa una alta correlación entre el PIB mundial y el volumen transportado.
- ❖ Volatilidad en tarifas de transporte, del combustible y de arriendo de naves.
- ❖ En el negocio de *car carrier*, existe alta dependencia a la demanda de vehículos.

Crecimiento de las compañías es más bien inorgánico, respondiendo a la sobrecapacidad generada después de la crisis económica de 2009:

- ❖ Importantes fusiones y adquisiciones se han realizado durante los últimos años.
- ❖ La operación de las principales navieras se ha optimizado a través de la formación de tres alianzas estratégicas.

Relevancia de la globalización, la eficiencia logística y de soluciones innovadoras en la prestación de servicio:

- ❖ La digitalización comienza a ser relevante en la diferenciación de las empresas que ofrecen un servicio altamente estandarizado.

PRINCIPALES RIESGOS Y MITIGADORES APLICADOS POR CSAV

Disminución de la demanda y exceso de oferta, donde destaca el grado de ajuste de CSAV en el negocio *car carrier* al poseer una flota 100% arrendada.

Disminución de tarifas de flete y aumento del precio del petróleo, cuyo mitigador contempla indexación de tarifas al precio del combustible y mantención de coberturas.

Obsolescencia tecnológica y riesgos operacionales, que es mitigado por CSAV con el arriendo total de la flota y con la contratación de seguros.

Regulación y medioambiente: CSAV mantiene certificaciones ISO y seguros para eventuales daños ambientales.

costos, ya sea por el mayor precio del combustible que cumpla con las normas de emisiones dentro del corto plazo, opción que deberá aplicar más del 90% de la flota actual, 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.

Cabe indicar que las órdenes de construcción de nueva flota han disminuido consistentemente, llegando a un mínimo histórico de 12% sobre la flota mundial a diciembre de 2018. Esto ha sido clave para enfrentar la sobrecapacidad que se generó en la industria luego de la crisis económica de 2009.

En cuanto a la tasa de desguace, ésta llegó a un 0,5% de la flota mundial en 2018, situándose por debajo del 2% observado en 2017 y del 3% alcanzado en 2016, años en los que se capturaron los efectos asociados a la apertura de la ampliación del Canal de Panamá. No obstante, para los próximos años, los niveles de desguace debiesen situarse por sobre el 1%, nivel que aún está muy por debajo de una tasa de renovación regular, considerando la vida útil promedio de las naves de 25 años, y además atendiendo a las nuevas exigencias regulatorias que comienzan a regir durante 2020.

La flota desempleada llegó a 628 mil TEU durante 2018, lo que representó un incremento de 51% respecto al cierre de 2017. El aumento también considera como causas la modificación regulatoria de la industria. Del total de flota detenida, la mayor parte se concentra en el tramo de naves de tamaño entre 1.000 y 5.000 TEU.

Clasificación de riesgo del negocio: **BBB**

Con presencia en dos líneas de servicio, CSAV alcanza una posición de mercado relevante y una buena diversificación por cliente y ubicación geográfica

ICR considera que la empresa mantiene un tamaño relativo significativamente alto en algunas rutas de tráficos globales, lo que se justifica por la gran escala en la operación del negocio de portacontenedores y la estructura actual de la industria naviera (materialización de alianzas).

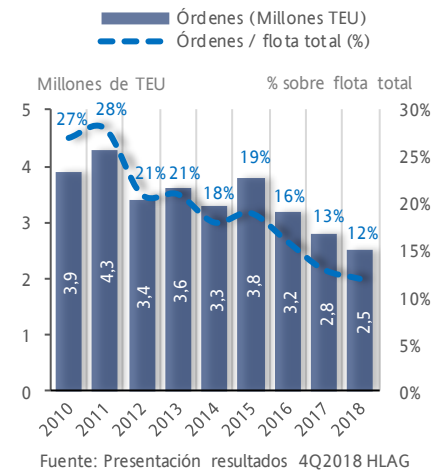
En específico, Vapores participa indirectamente en el transporte de contenedores a través de su inversión en Hapag-Lloyd (contabilizado a Valor Patrimonial Proporcional). Actualmente, HLAG se posiciona como la quinta mayor naviera a nivel mundial, con un volumen transportado que llegó a 11,9 millones de TEU a diciembre de 2018 (+21% respecto a 2017).

Por otra parte, la operación directa de CSAV incluye el servicio de transporte de vehículos, luego de la discontinuación de varios segmentos de negocio durante los últimos años. Vapores ha enfocado sus actividades en la importación de vehículos hacia la costa oeste de Sudamérica, principalmente en los mercados chileno y peruano. Al cierre de 2018, CSAV se posicionó como la decimoquinta empresa con capacidad de transporte de la industria global *car carrier*, con un 0,5% de participación de mercado.

La focalización en pocos segmentos de negocios le permite a Vapores 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.

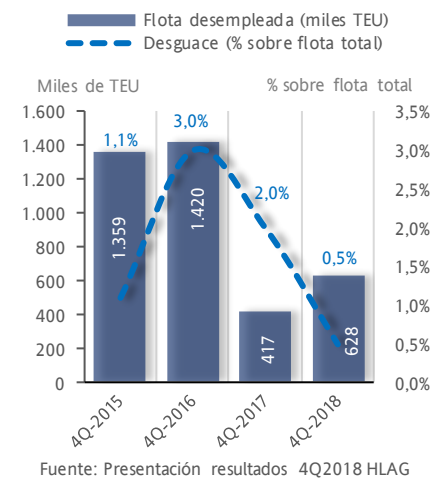
A su vez, con el grado de diversificación en términos de clientes y zonas geográficas, CSAV no presenta exposición significativa a los segmentos de negocios de sus clientes. Dichos segmentos, por lo general, no son considerados como cíclicos, pero pueden observarse algunos casos que sí enfrentan un grado de correlación importante con el contexto económico, siendo un ejemplo de esto la industria de vehículos.

Las órdenes de construcción de nuevas naves alcanzaron un mínimo histórico durante 2018
Evolución órdenes de construcción de flota



En 2018 se observó un nivel de desguace significativamente menor a años anteriores, pero la flota desempleada se incrementó respecto a 2017

Evolución de flota desempleada (miles TEU) y tasa de desguace (% sobre flota total)



UNIDADES DE NEGOCIO DE CSAV

Negocio de portacontenedores: operado por su coligada Hapag-Lloyd AG, a través de la cual se ofrecen más de 120 servicios alrededor del mundo, con una flota de 227 naves (al cierre de 2018), de las cuales el 64% son propias.

Negocio de transporte de vehículos (*car carrier*): operado directamente por CSAV a través de naves arrendadas, importando vehículos desde Asia, costa este de Sudamérica, Estados Unidos y México hacia la costa oeste de Sudamérica, siendo sus mercados más relevantes Chile y Perú.

Alta expertise-in-house sustenta la gran capacidad de ejecución de sus líneas de negocio, y a su vez, la buena reputación de marca

En opinión de esta clasificadora, Vapores se encuentra alineado con los grandes competidores de la industria, donde la calidad de servicio y las relaciones con los clientes se ubican por sobre el promedio. De hecho, el plan estratégico que HLAG está implementando en el negocio de portacontenedores considera como centro la adición de valor en la prestación de servicio al cliente, a través de mejoras en la contratación, digitalización y optimización en redes.

En cuanto al servicio de *car carrier*, la buena gestión de flota por parte de CSAV resulta un factor relevante en el reconocimiento de la calidad de servicio por parte de los clientes, ya que para su ejecución es fundamental la disponibilidad de naves para transporte.

Dado lo anterior, la compañía mantiene un alto nivel de credibilidad y buena reputación en relación al cumplimiento de los pedidos, lo que busca seguir potenciando durante los siguientes períodos.

Si bien CSAV cuenta con capacidad para cumplir las necesidades operativas de sus clientes a nivel global, estos últimos no enfrentan costos significativos al cambiar de proveedor, principalmente en el servicio de portacontenedores

El alto grado de estandarización del servicio de transporte marítimo implica que los clientes solo enfrenten un costo promedio al cambiar de proveedor, aun cuando los servicios brindados son esenciales para sus operaciones. Lo anterior significa un riesgo para Vapores, ya que, si bien alcanza una gran escala de operaciones a través de su inversión en HLAG, la alta competencia en la industria conduce a un grado elevado de sustitución de proveedores.

Adicionalmente, la gestión de contratos, en términos de plazos, surge como un factor importante en el fortalecimiento de la relación con sus clientes. En este sentido, los contratos del negocio *car carrier* corresponden a licitaciones de uno a tres años, mientras que, en el servicio de portacontenedores, los contratos tienden a ser de menor plazo. De este modo, la exposición de CSAV a eventuales cambios de proveedor de servicios es relativamente mayor en el servicio de portacontenedores respecto al transporte de vehículos.

No obstante, el plan estratégico de la naviera alemana considera este aspecto dentro de sus prioridades, lo que debiese tener impactos positivos en la posición competitiva de la empresa, contribuyendo a mantener un control parcial sobre este riesgo.

La compañía mantiene control acotado sobre el impacto de las variables macroeconómicas en sus costos operacionales del negocio *car carrier*, lo que afecta negativamente en la estabilidad de sus márgenes

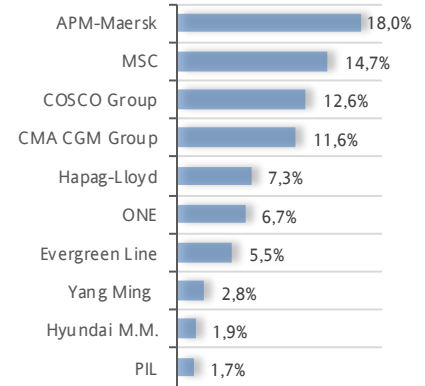
ICR considera que CSAV tiene una ajustada habilidad para traspasar a los clientes los incrementos en costos asociados a la operación, pudiendo afectar los márgenes de la compañía.

Sin embargo, la empresa ha logrado mitigar parcialmente los riesgos asociados a la variabilidad en los costos del servicio de transporte de vehículos, negociando arriendos estructurales de naves, aumentando la tasa utilización de flota, manteniendo indexadas las tarifas a las variaciones en el precio del combustible y contratando coberturas para eventuales cambios en el precio de este insumo. Lo anterior logra hacer más eficiente la estructura operacional de la compañía.

En cuanto al negocio de transporte de contenedores, impacta positivamente en la estructura de costos la participación de HLAG en una de las tres grandes alianzas de

Hapag-Lloyd se posiciona como la quinta mayor naviera a nivel mundial, en términos de capacidad de transporte

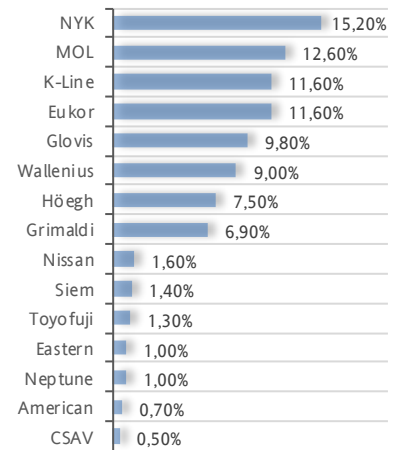
Principales compañías navieras del mundo (% sobre capacidad mundial de flota)



Fuente: Alphaliner

Al cierre de 2018, CSAV se posicionaba como la decimoquinta empresa con mayor participación de mercado en el servicio *car carrier* a nivel mundial

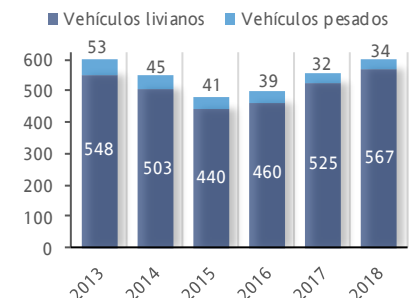
Participación de mercado de principales operadores mundiales de transporte de vehículos



Fuente: Memoria 2018

Durante 2018 se registró una mayor venta de vehículos en los principales mercados de CSAV

Venta de vehículos en Chile y Perú (miles)



Fuente: Memoria 2018

compañías navieras (THE Alliance). A su vez, esta forma de operar ha logrado estabilizar las políticas de inversión de la compañía y de la industria.

Evaluación de la fortaleza financiera: Débil

Reducción y mejora de la cartera de clientes del negocio *car carrier* logró mitigar parcialmente el efecto negativo de mayores costos de arriendo y combustible

Vapores reportó un ingreso consolidado de US\$ 91,4 millones al cierre de 2018, lo que significó una reducción de 16,8% respecto a 2017. Los menores ingresos se explican principalmente por una disminución en volúmenes de vehículos transportados, lo que fue parcialmente compensado con un aumento en el precio promedio de flete en comparación al año anterior. Esto último se logró gracias a una mejora en la gestión de la cartera de clientes, lo que va en línea con el nuevo foco estratégico de la compañía.

El efecto negativo de una menor escala de operaciones en los ingresos también fue compensado, en parte, por el reajuste de la tarifa de flete al precio del combustible, que presentó alzas durante los primeros meses de 2018.

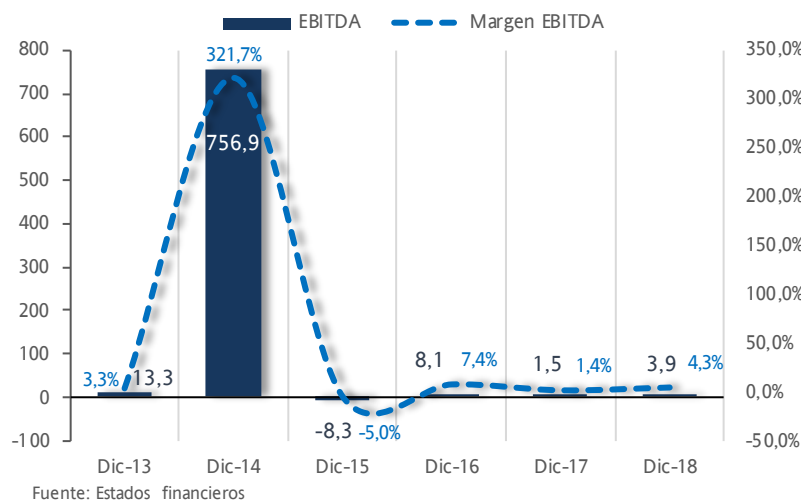
Cabe señalar que la evolución de los ingresos presenta una reducción significativa durante los últimos años, lo que se explica por el cierre de operaciones de segmentos de negocios como el de carga refrigerada en naves especializadas (2015), transporte de graneles líquidos (2016) y el de transporte logístico y *freight forwarder* (2017).

En términos de ganancia bruta, se observa una disminución respecto a 2017 (-41,6%), ya que, si bien la menor capacidad de operación afectó positivamente en los costos de venta, el alza en las tarifas de arriendo de naves y del precio de combustible contrarrestaron parcialmente dicha mejora.

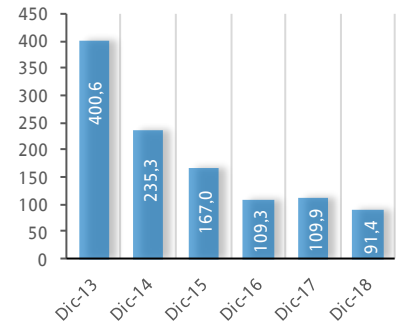
Adicionalmente, la mayor venta de inmuebles clasificados como propiedades de inversión (+111,3%) logró revertir la menor ganancia bruta registrada en el periodo, conduciendo a un EBITDA consolidado² de US\$ 3,9 millones, lo que significó un aumento de US\$ 2,4 millones en comparación a diciembre de 2017. El margen EBITDA³, en tanto, aumentó desde 1,4% al cierre de 2017 hasta 4,3% a diciembre de 2018.

Mayor venta de inmuebles permitió mejorar la generación de EBITDA en 2018

Evolución EBITDA (MMUS\$) y margen EBITDA (%) de CSAV

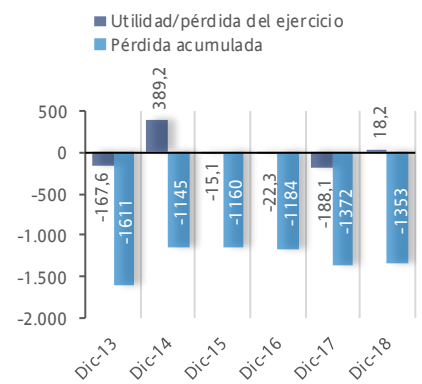


Evolución de los ingresos consolidados captura la discontinuación de varios segmentos de negocios durante los últimos años
Evolución ingresos consolidados (MMUS\$)



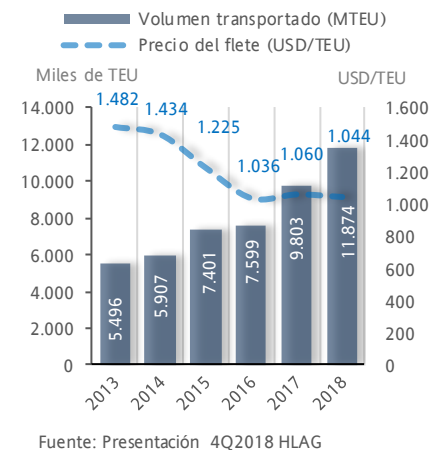
Fuente: Estados financieros

Si bien Vapores logró generar utilidades en 2018, aún mantiene importantes pérdidas acumuladas
Evolución de resultados (MMUS\$)



Fuente: Estados financieros

Durante 2018, Hapag-Lloyd incrementó el volumen transportado, pero enfrentó una menor tarifa de flete respecto a 2017
Evolución volumen transportado y precio del flete



El segmento de portacontenedores presentó mejoras en la generación de flujos

CSAV registra las operaciones del segmento de portacontenedores (que realiza indirectamente a través de HLAG) como participación de asociadas y negocios conjuntos, rubro que llegó a los US\$ 14 millones al cierre de 2018. De la cifra anterior, US\$ 11,5 millones correspondieron a la participación de Vapores en los resultados de Hapag-Lloyd, lo que representó un incremento de US\$ 9,9 millones si se compara con la información reportada al cierre de 2017.

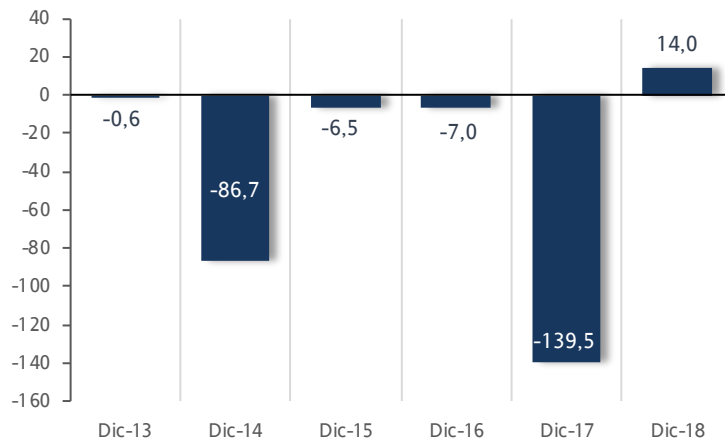
El aumento anterior se relaciona directamente con la mejora en la operación de HLAG, la que reportó un crecimiento de 51% en su utilidad después de impuesto y un 12% en la generación de EBITDA. A su vez, el mejor desempeño ha implicado una mayor estabilidad en los flujos que Vapores recibe por concepto de pago de dividendos, lo que fue positivamente evaluado por esta clasificadora, aumentando la clasificación de solvencia y bonos asignada a la compañía en mayo de 2019.

En concreto, 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. Asimismo, para este año, la administración de la naviera alemana propuso un pago de dividendos de 0,15 euros por acción, lo que implicaría un flujo cercano a los US\$ 8 millones para Vapores. De este modo, las expectativas de ICR consideran una mayor recurrencia en los flujos de dividendos como consecuencia de la consolidación de la operación de HLAG en la industria portacontenedores.

Cabe señalar que en 2017 Vapores registró una pérdida por dilución luego de la fusión entre HLAG y UASC (US\$ 167,2 millones), lo que explica en gran medida la alta variabilidad entre el resultado de la participación de asociadas de 2017 y 2018.

Mayor resultado de HLAG y pérdida por dilución explican la evolución en el monto reportado como participación en asociadas

Evolución participación de asociadas y negocios conjuntos CSAV (MMUS\$)

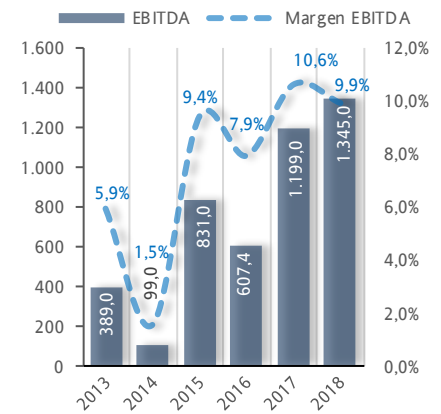


Fuente: Estados financieros

De este modo, Vapores registró una utilidad del ejercicio de US\$ 18,2 millones a diciembre de 2018, lo que representó un crecimiento de US\$ 206,4 millones respecto a 2017. Lo anterior se explica por los efectos previamente descritos, así como también por el ahorro en gasto por impuestos diferidos como resultado de la depreciación que experimentó el euro.

El EBITDA generado por HLAG en 2018 fue 12% mayor al reportado en 2017

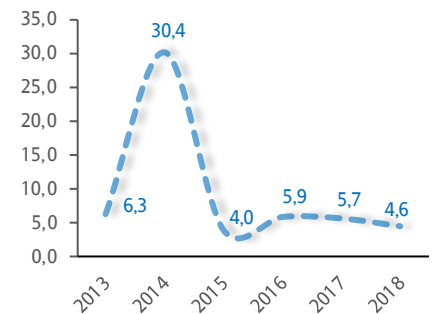
Evolución EBITDA (MMUS\$) y margen EBITDA (%) Hapag-Lloyd



Fuente: Presentación 4Q2018 HLAG

La mayor generación de flujos de HLAG le ha permitido reducir los niveles de apalancamiento

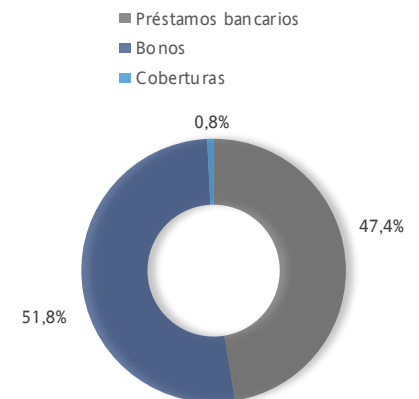
Evolución de indicador de deuda financiera neta sobre EBITDA de Hapag-Lloyd (N° de veces)



Fuente: Presentación 4Q2018 HLAG

La deuda financiera de Vapores se distribuye de manera similar entre el préstamo bancario con banco Itaú-Corpbanca y el bono serie B

Composición deuda financiera de CSAV (MM\$)



Fuente: Estados financieros

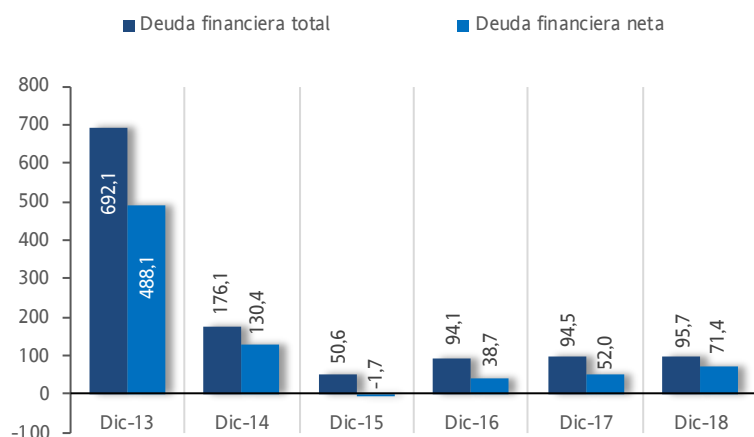
Los niveles de endeudamiento continúan bajos, pero la generación propia de flujos aún es pequeña en relación al stock de deuda y al costo financiero asociado

La deuda financiera⁴ de Vapores ha permanecido prácticamente estable durante los últimos tres años y muy inferior a 2014.

La disminución en el stock de obligaciones financieras fue posible gracias a las continuas inyecciones de capital que materializaron sus accionistas. Lo anterior estuvo en línea con la industria naviera en general, que incurrió en aumentos de capital para hacer frente a una generación de flujos restringida como resultado de la crisis económica en 2009. A su vez, esto da cuenta del gran respaldo financiero del controlador de la compañía, lo que es considerado por esta clasificadora con un elemento relevante en el rating.

El nivel de deuda financiera de la compañía no presentó variaciones significativas durante 2018

Evolución de deuda financiera (MMUS\$)



Fuente: Estados financieros

De este modo, la empresa ha mejorado su posición de liquidez, y cuenta con holgura suficiente para cubrir sus obligaciones de los próximos doce meses (RCSD⁵).

Al cierre de 2018, la deuda financiera de Vapores llegó a US\$ 95,7 millones, lo que representó un crecimiento de 1,3% respecto a 2017. En cuanto a la deuda financiera neta, ésta llegó a US\$ 74,1 millones (+37,2% en comparación a 2017). La deuda de la compañía incluye un préstamo bancario por US\$ 45 millones con banco Itaú-Corpbanca y un bono (serie B) por US\$ 50 millones.

CSAV ha mantenido indicadores de endeudamiento históricamente bajos, que durante los últimos cuatro años no han superado las 0,1 veces, cumpliendo así con el *covenant* establecido en el contrato de emisión de bonos con bastante holgura (1,3 veces), el mismo que mantiene para el crédito bancario vigente con Itaú-Corpbanca. A diciembre de 2018, el indicador de endeudamiento total fue de 0,06 veces (0,07 veces a 2017), mientras que el *leverage* financiero permaneció en 0,04 veces.

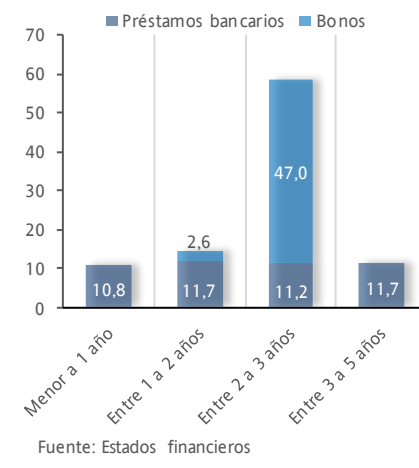
Evolución principales indicadores utilizados en la clasificación

Indicadores (N° de veces)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Endeudamiento total ⁶	1,32	0,16	0,09	0,08	0,07	0,06
Endeudamiento financiero ⁷	0,67	0,09	0,02	0,05	0,04	0,04
Endeudamiento financiero neto ⁸	0,48	0,07	0,00	0,02	0,02	0,03
Deuda financiera neta / EBITDA ⁹	36,60	0,17	0,21	4,78	34,69	18,30
Cobertura gastos financieros netos ¹⁰	1,03	198,30	-2,43	2,11	0,34	0,80
Razón circulante ¹¹	0,78	0,35	1,31	1,52	1,78	1,58
Razón ácida ¹²	0,68	0,33	1,27	1,44	1,70	1,42

Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros

La deuda financiera está principalmente concentrada en 2021, dado el vencimiento del bono serie B

Apertura de deuda por plazo de vencimiento (%)



Sin embargo, los niveles de deuda continúan altos en relación a la capacidad de generación de flujos mediante la operación directa de la compañía, aunque se observan mejoras en comparación a 2017. Al cierre de 2018, la cobertura de gastos financieros netos fue de 0,8 veces (0,34 veces a 2017), mientras que el indicador de deuda financiera neta sobre EBITDA llegó a 18,3 veces (34,69 veces a 2017).

A pesar de lo anterior, la recurrencia en flujos de dividendos recibidos por Vapores podría contribuir a mejorar los indicadores de cobertura de la compañía, siempre que eventuales incrementos en deuda se ajusten adecuadamente a los flujos con los que la empresa dispondrá.

Metodología de clasificación

La clasificación de riesgo de un instrumento comprende tres etapas: (1) la clasificación de riesgo de la industria (CRI); (2) la clasificación de riesgo del emisor y; (3) la clasificación de riesgo del instrumento, que combina los aspectos evaluados en las dos primeras etapas con el análisis de las características específicas de la emisión.

El análisis de una industria permite conocer los principales factores que impactan en su riesgo. Una vez conocidos estos factores, se genera una matriz de clasificación, que permite encasillar a la empresa en un determinado nivel de riesgo. La evaluación de los distintos factores permitirá asignar la clasificación de riesgo del negocio, es decir, la clasificación de riesgo de la compañía dentro de su industria, sin considerar el riesgo financiero, donde el rango de escalas dependerá del riesgo relativo de cada industria.

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 primarios y (en caso de ser relevante) secundarios, establecidos en la matriz y en la metodología; y (2) la evaluación del riesgo financiero, determinado al analizar los indicadores financieros primarios y (en caso de ser relevante) adicionales. 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 la cual la liquidez de una empresa se encuentre muy ajustada.

Una vez determinada la solvencia, ésta es utilizada como base para determinar la clasificación de riesgo de un instrumento específico. En aquellos casos en los cuales el instrumento tenga resguardos adicionales para los Tenedores, su clasificación de riesgo podría ser superior al de su solvencia.

Instrumentos clasificados

Bonos corporativos

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

Principales características líneas de bonos vigentes		Principales características series de bonos vigentes	
	Línea 839		Serie B
Fecha inscripción	05-oct-2016	Número de inscripción	839
Plazo (años)	10	Fecha inscripción	21-oct-2016
Monto inscrito	US\$ 50.000.000	Plazo (años)	4,67
Monto colocado vigente	US\$ 50.000.000	Monto inscrito	US\$ 50.000.000
Series vigentes	B	Monto colocado	US\$ 50.000.000
		Deuda vigente	US\$ 50.000.000
		Tasa emisión (%)	5,20%
		Garantía	No contempla
		Vencimiento	30-jun-2021

Fuente: Elaboración propia con información CMF

Fuente: Elaboración propia con información CMF y LVA Índices

Los resguardos financieros asociados la emisión son los siguientes:

Principales resguardos financieros bonos vigentes

Covenant	Exigencia	Mar-18	Jun-18	Sep-18	Dic-18
Endeudamiento (N° de veces)	<= 1,3	0,07	0,08	0,06	0,06
Activos libres de gravámenes (N° de veces)	> 1,3 veces	22,2	17,0	22,8	23,5
Total de activos (MUS\$)	>= 1.614.302	2.245.396	2.252.587	2.258.983	2.257.877

Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros

ICR considera que, 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.

Títulos accionarios

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

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.

Evolución de ratings

Evolución clasificaciones solvencia, bonos y títulos accionarios

Fecha	Clasificación solvencia	Clasificación bonos	Clasificación títulos accionarios	Tendencia	Motivo
06-ene-17	BBB-	BBB-	-	En Observación	Primera clasificación solvencia y bonos
11-may-17	-	-	Primera Clase Nivel 3	En Observación	Primera clasificación títulos accionarios
11-sep-17	BBB-	BBB-	Primera Clase Nivel 3	Estable	Cambio de tendencia
31-ene-18	BBB-	BBB-	Primera Clase Nivel 3	Estable	Reseña anual
31-ene-19	BBB-	BBB-	Primera Clase Nivel 3	Estable	Reseña anual
30-abr-19	BBB	BBB	-	Estable	Cambio de clasificación
28-may-19	BBB	BBB	Primera Clase Nivel 3	Estable	Reseña anual

Fuente: Elaboración propia con información de ICR

Definición de categorías

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.

Primera Clase Nivel 3

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

ANEXO 1: Resumen situación financiera (cifras en millones de dólares)

	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
Activos corrientes	597,6	93,9	80,2	84,2	68,8	49,2
Activos no corrientes	1.779,6	2.116,7	2.145,5	2.084,0	2.197,2	2.208,7
Activos totales	2.377,1	2.210,6	2.225,7	2.168,2	2.266,0	2.257,9
Efectivo y Equivalentes	201,7	45,7	52,4	54,6	42,4	24,3
Inventarios	79,0	4,6	2,2	4,3	3,2	4,8
Pasivos corrientes	763,2	266,6	61,3	55,3	38,6	31,1
Pasivos no corrientes	587,1	44,2	113,5	106,4	109,9	96,5
Pasivos totales	1.350,4	310,7	174,8	161,7	148,5	127,7
Deuda financiera corriente	112,4	133,2	3,0	0,5	0,7	11,5
Deuda financiera no corriente	579,7	42,9	47,6	93,6	93,8	84,2
Deuda financiera total	692,1	176,1	50,6	94,1	94,5	95,7
Deuda financiera neta	488,1	130,4	-1,7	38,7	52,0	71,4
Patrimonio	1.026,7	1.899,9	2.050,9	2.006,5	2.117,5	2.130,2
Ingresos de explotación	400,6	235,3	167,0	109,3	109,9	91,4
Margen explotación	21,7	-1,8	2,8	3,4	7,3	4,2
Resultado operacional	12,5	825,6	-12,8	7,9	1,3	3,7
Gastos financieros netos	12,9	3,8	3,4	3,8	4,4	4,9
Utilidad del ejercicio	-167,6	389,2	-15,1	-22,3	-188,1	1,82
Razón circulante (N° de veces)	0,78	0,35	1,31	1,52	1,78	1,58
Razón ácida (N° de veces)	0,68	0,33	1,27	1,44	1,70	1,42
Endeudamiento total (N° de veces)	1,32	0,16	0,09	0,08	0,07	0,06
Endeudamiento financiero (N° de veces)	0,67	0,09	0,02	0,05	0,04	0,04
Endeudamiento financiero neto (N° de veces)	0,48	0,07	0,00	0,02	0,02	0,03
EBITDA	13,3	756,9	-8,3	8,1	1,5	3,9
Margen EBITDA (%)	3,3%	321,7%	-5,0%	7,4%	1,4%	4,3%
EBITDA 12 meses	13,3	756,9	-8,3	8,1	1,5	3,9
Cobertura de gastos financieros netos 12 meses (N° de veces)	1,03	198,30	-2,43	2,11	0,34	0,80
Deuda financiera neta / EBITDA (N° de Veces)	36,70	0,17	0,21	4,78	34,69	18,30
CAPEX	71,4	120,3	2,9	0,0	0,0	0,0
Margen bruto (%)	5,4%	-0,8%	1,7%	3,1%	6,6%	4,6%
Margen operacional (%)	3,1%	350,9%	-7,7%	7,2%	1,2%	4,0%
Rentabilidad activos (%)	-6,9%	17,0%	-0,7%	-1,0%	-8,5%	0,8%
Rentabilidad patrimonio (%)	-17,7%	26,6%	-0,8%	-1,1%	-9,1%	0,9%

¹ Fuente: Fondo Monetario Internacional (enero y abril de 2019). Informes de Perspectivas de la Economía Mundial.

² EBITDA consolidado = Resultado operacional + depreciación y amortización (no incluye participación en asociadas).

³ Margen EBITDA = EBITDA / ingresos consolidados.

⁴ Deuda financiera = Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes.

⁵ Servicio de la deuda (RCS D) = (Caja inicial + EBITDA – Capex – impuestos, proyectados) / servicio de la deuda próximos 12 meses (capital e interés).

⁶ Endeudamiento total = Pasivos totales / patrimonio total.

⁷ Endeudamiento financiero = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes) / patrimonio total.

⁸ Endeudamiento financiero neto = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes – efectivo y equivalentes – otros activos financieros corrientes) / Patrimonio total.

⁹ Deuda financiera neta sobre EBITDA = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes – efectivo y equivalentes – otros activos financieros corrientes) / EBITDA.

¹⁰ Cobertura de gastos financieros netos = EBITDA 12 meses / (Gastos financieros – ingresos financieros, anualizados).

¹¹ Razón circulante = Activo circulante / Pasivo circulante.

¹² Razón ácida = (Activo circulante – inventario) / 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.