

	Jul. 2020	Abr. 2021
Solvencia	BBB-	BBB
Perspectivas	Estables	Estables

\* Detalle de clasificaciones en Anexo

INDICADORES RELEVANTES			
	2018	2019*	2020
Ebitda	-6.114	-10.045	-10.506
Ebitda Aj.	24.130	-2.002	55.310
Endeudamiento Total	0,1	0,1	0,1
Endeudamiento Financiero	0,0	0,1	0,1
Endeudamiento Financiero Aj.	0,0	0,1	0,1
Ebitda Aj. / Gastos Financieros Aj.	4,4	-0,2	2,4
Deuda Financiera Aj. / Ebitda Aj.	4,0	-128,8	4,2
Deuda Financiera Neta Aj. / Ebitda Aj.	3,0	-102,0	2,7
FCNO / Deuda Financiera	-27%	12%	-3%

(\*) Estados Financieros re-expresado.

(\*\*) Detalle en Anexo.

PERFIL DE NEGOCIOS: ADECUADO					
Principales Aspectos Evaluados	Débil	Vulnerable	Adecuado	Satisfactorio	Fuerte
Industria altamente cíclica, con mayor racionalidad respecto de años anteriores					
Industria competitiva					

POSICIÓN FINANCIERA: INTERMEDIA					
Principales Aspectos Evaluados	Débil	Ajustada	Intermedia	Satisfactoria	Sólida
Liquidez					
Endeudamiento					

Analista: Esteban Sánchez  
esteban.sanchez@feller-rate.com

## FUNDAMENTOS

El alza de clasificación desde "BBB-" a "BBB" asignada a la solvencia y líneas de bonos de Compañía Sud Americana de Vapores S.A. (CSAV), refleja la positiva evolución que ha evidenciado su principal inversión, Hapag-Lloyd AG (HLAG) respecto a su perfil de riesgo. Ello, considera una mayor generación de fondos que lo estimado en el escenario base, lo que le permitió a la naviera alemana una relevante disminución de deuda financiera y, a su vez, derivó en un mayor reparto de dividendos para el año 2021, respecto de periodos anteriores.

Por su parte, el alza de la clasificación de acciones a "Primera Clase Nivel 3" responde, principalmente, a la mejora directa en su posición de solvencia y a factores como la liquidez de los títulos y aspectos de gobiernos corporativos, de transparencia y de disponibilidad de la información del emisor.

La clasificación continúa considerando un Perfil de Negocio "Adecuado" y una Posición Financiera "Intermedia".

CSAV, fundada en 1872, es una de las compañías navieras más antiguas del mundo. En los últimos años, pasó por un fuerte plan de reestructuración, el que resultó, entre otros aspectos, en la fusión de sus operaciones de portacontenedores con Hapag-Lloyd AG en el año 2014 (posicionándose como el mayor accionista de dicha sociedad) y en el cese o venta del resto de sus negocios operacionales entre los años 2014 y 2020. De esta manera, actualmente los resultados de última línea de CSAV dan cuenta, mayoritariamente, de su participación directa sobre HLAG.

A la fecha de los estados financieros, CSAV mantenía un 30,0% de la propiedad de la naviera alemana. Para la administración de HLAG, CSAV tiene suscrito un pacto controlador junto a la Ciudad de Hamburgo, quien posee un 13,9% de la propiedad, y Kühne Maritime GmbH (KM), quien es dueño de un 30,0% del capital accionario. Cabe destacar que, según la ley alemana, la participación accionaria de CSAV le permite convertirse en controlador legal aunque no exista pacto de accionistas.

La industria portacontenedores se ha caracterizado por ser altamente volátil, estando altamente correlacionada a la actividad económica global. Sin embargo, tras fuertes presiones de años anteriores, ha tendido a exhibir una relativa mayor estabilidad producto, principalmente, de una mayor racionalidad en la industria, que ha permitido ajustar de forma efectiva y orgánica la oferta global ante contracciones en la demanda. Ello, fue particularmente visible durante la primera mitad del año 2020, donde el avance del brote COVID-19 redundó en fuertes contracciones de la demanda global por portacontenedores.

Respecto de lo anterior, los efectos de la pandemia sobre la operación de HLAG fueron compensados por el plan de eficiencias que ha estado implementado la naviera alemana en los últimos periodos, la disminución en los precios promedio de combustible (-9% anual) y la recuperación en la demanda evidenciada a partir del segundo semestre de 2020, debido al apremio de las importaciones para recuperar los niveles de stock. Esto, resultó en un fortalecimiento de su capacidad de generación de fondos y en una relevante disminución de deuda financiera, derivando en un alza de su clasificación en escala global desde "BB-/Positivas" a "BB/Estables".

A diciembre de 2020, la generación de Ebitda ajustado de CSAV (incluye flujo de dividendos desde HLAG con cargo a las utilidades de 2019) alcanzó los US\$ 55,3 millones, lo que se compara positivamente con la generación deficitaria de igual periodo del año anterior. Por su parte, a igual periodo, la sociedad registró un incremento en el resultado de última línea, producto, principalmente, del mayor resultado de la participación directa de CSAV sobre HLAG.

Durante enero de 2020, CSAV concluyó el proceso de compra de acciones de HLAG, el que entre 2019 y 2020 significó una inversión por cerca de US\$ 450 millones. Dicho monto, fue financiado con la colocación de los bonos Serie C por US\$ 100 millones y por créditos puentes por US\$ 20 millones con Banco Consorcio, ambos en 2019. El saldo restante fue financiado por créditos puentes con su matriz por US\$ 330 millones (US\$ 30 millones en 2019 y US\$ 300 millones en 2020).

Con el fin de saldar los financiamientos puente, la Junta Extraordinaria de Accionistas de mayo de 2020 aprobó aumentar el capital de la compañía en US\$ 350 millones, mediante la emisión de nuevas acciones, proceso que finalizó en octubre de igual año. Con todo, a diciembre de 2020, el stock de deuda financiera ajustada alcanzaba los US\$ 230,0 millones (US\$ 257,8 millones en igual periodo de 2019).

Al cierre de 2020, CSAV contaba con una posición de liquidez calificada como "Satisfactoria" Ello, consideraba un nivel de caja por US\$ 81,7 millones, líneas de crédito disponibles y vencimientos de deuda en el corto plazo por US\$ 64,9 millones. Adicionalmente, la calificación considera, durante 2021, un mayor reparto de dividendos hacia sus accionistas respecto de años anteriores, el que totalizaría los US\$ 170 millones y sería financiado por el flujo de dividendos a recibir desde HLAG por cerca de US\$ 220 millones.

## PERSPECTIVAS: ESTABLES

**ESCENARIO BASE:** Considera la dependencia de los flujos de dividendos a recibir desde HLAG y el nivel de endeudamiento de CSAV. A su vez considera que, si bien la industria portacontenedores ha exhibido una positiva evolución durante el primer trimestre de 2021, aún persiste cierta incertidumbre respecto de los efectos del virus sobre la economía global y la evolución que tendrá el precio del combustible.

**ESCENARIO AL ALZA:** Se podría generar ante un cambio favorable en la industria portacontenedores y un mejoramiento en el perfil de negocio y/o financiero de su inversión adyacente HLAG.

**ESCENARIO A LA BAJA:** Se podría gatillar ante la baja en la clasificación de riesgo internacional de HLAG y/o ante políticas financieras más agresivas desde CSAV.

### FACTORES SUBYACENTES A LA CLASIFICACIÓN

#### PERFIL DE NEGOCIOS: ADECUADO

- Importante posición competitiva de Hapag-Lloyd a nivel global.
- Industria altamente cíclica y competitiva. No obstante, con mayor racionalidad respecto de años anteriores.

#### POSICIÓN FINANCIERA: INTERMEDIA

- Dependencia a los eventuales dividendos de Hapag-Lloyd para hacer frente a sus vencimientos de deuda financiera.
- "Satisfactoria" posición de liquidez.

#### OTROS FACTORES:

- Respecto de sus controladores, cuyo soporte explícito se ha visto reflejado en un conjunto de medidas de fortalecimiento financiero y operacional.

	31 Julio 2017	31 Julio 2018	6 Junio 2019	31 Julio 2019	31 Julio 2020	22 Abril 2021
Solvencia	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB
Perspectivas	Negativas	Negativas	Estables	Estables	Estables	Estables
Líneas de Bonos	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB
Acciones	1ª Clase Nivel 4	1ª Clase Nivel 4	1ª Clase Nivel 4	1ª Clase Nivel 4	1ª Clase Nivel 4	1ª Clase Nivel 3

**RESUMEN FINANCIERO CONSOLIDADO**

Cifras en miles de dólares bajo IFRS

	2015	2016*	2017	2018	2019*	2020
Ingresos Ordinarios	166.986	109.299	109.877	91.436		
Ebitda <sup>(1)</sup>	-16.275	-8.122	-3.186	-6.114	-10.045	-10.506
Ebitda Ajustado <sup>(1)(2)</sup>	-16.275	-8.122	-3.186	24.130	-2.002	55.310
Resultado Operacional	-16.553	-8.366	-3.398	-6.297	-10.188	-10.638
Ingresos Financieros	306	278	988	660	592	271
Gastos Financieros	-3.718	-4.119	-5.420	-5.537	-10.159	-23.206
Ganancia (Pérdida) Operaciones Discontinuas	-803	1.339	-1.307	-453	-5.684	-620
Ganancia (Pérdida) del Ejercicio	-15.059	-22.295	-188.137	18.248	124.616	222.145
Flujo Caja Neto de la Operación (FCNO)	-26.127	-16.629	-12.876	-26.039	27.360	-7.278
Flujo Caja Neto de la Operación Ajustado (FCNO Aj.) <sup>(3)</sup>	-26.127	-16.629	-12.876	-26.039	27.360	-7.278
FCNO Libre de Intereses Netos y Dividendos Pagados	-29.177	-19.921	-16.553	-30.288	18.718	-28.710
Inversiones en Activos Fijos Netas	-2.947	-9	3.885	10.768	2.160	1.658
Inversiones en Acciones	-29.701	1.111	-293.545	-27.943	-120.339	-329.076
Flujo de Caja Libre Operacional	-61.825	-18.819	-306.213	-47.463	-99.461	-356.128
Dividendos Pagados	-735					
Flujo de Caja Disponible	-62.560	-18.819	-306.213	-47.463	-99.461	-356.128
Movimiento en Empresas Relacionadas						
Otros Movimientos de Inversiones	48	2.386	106	30.244	8.043	65.816
Flujo de Caja Antes de Financiamiento	-62.512	-16.433	-306.107	-17.219	-91.418	-290.312
Variación de capital Patrimonial	162.704		293.548			349.075
Variación de Deudas Financieras	-121.158	49.189	-416	-146	91.784	2.129
Otros Movimientos de Financiamiento	-2.313	-536	808	-737	-1.086	-2.843
Financiamiento con EERR	30.000	-30.000			30.000	-30.000
Flujo de Caja Neto del Ejercicio	6.721	2.220	-12.167	-18.102	29.280	28.049
Caja Inicial	45.667	52.388	54.608	42.441	24.339	53.619
Caja Final	52.388	54.608	42.441	24.339	53.619	81.668
Caja y Equivalentes	52.388	54.608	42.441	24.339	53.619	81.668
Cuentas por Cobrar Clientes	17.112	20.799	19.888	17.654	16.234	128
Inventario	2.238	4.250	3.159	4.832	1.884	
Deuda Financiera	50.643	94.137	94.476	95.713	227.607	229.994
Deuda Financiera Ajustada <sup>(4)</sup>	50.643	94.137	94.476	95.713	257.801	229.994
Activos Clasificados para la venta			1.850	784	306	139
Activos Totales	2.225.718	2.168.159	2.265.964	2.257.877	2.517.380	3.036.032
Pasivos Totales	174.779	161.695	148.507	127.674	293.193	313.100
Patrimonio + Interés Minoritario	2.050.939	2.006.464	2.117.457	2.130.203	2.224.187	2.722.932

(\*) Estados financieros re-expresados para comparación

(1) Ebitda: Resultado Operacional + Depreciación y Amortización del ejercicio.

(2) Ebitda ajustado: Ebitda + dividendos recibidos desde HLAG.

(3) Flujo de Caja operacional neto de variaciones en el capital de trabajo y ajustado descontando intereses pagados.

(4) Considera la deuda con su matriz, Quiñenco S.A.

**PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS**

	2015	2016*	2017	2018	2019	2020*
Margen Bruto	1,7%	3,1%	6,6%	4,6%		
Margen Operacional	-9,9%	-7,7%	-3,1%	-6,9%		
Margen Ebitda <sup>(1)</sup>	-9,7%	-7,4%	-2,9%	-6,7%		
Margen Ebitda Ajustado <sup>(1)(2)</sup>	-9,7%	-7,4%	-2,9%	26,4%		
Rentabilidad patrimonial	-0,7%	-1,1%	-8,9%	0,9%	5,6%	8,2%
Costos / Ventas.	98,3%	96,9%	93,4%	95,4%		
GAV / Ventas.	11,6%	10,7%	9,7%	11,5%		
Días de Cobro	36,9	68,5	65,2	69,5		
Días de Inventario	61,2	66,5	67,0	42,2		
Días de Pago	4,9	14,4	11,1	20,0		
Endeudamiento Total (vc)	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Endeudamiento Financiero (vc)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Endeudamiento Financiero Neto (vc)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Endeudamiento Financiero Ajustado (vc) <sup>(3)</sup>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Endeudamiento Financiero Neto Ajustado (vc) <sup>(3)</sup>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Deuda Financiera / Ebitda (vc) <sup>(1)</sup>	-3,1	-11,6	-29,7	-15,7	-22,7	-21,9
Deuda Financiera Aj. / Ebitda Aj. (vc) <sup>(1)(2)(3)</sup>	-3,1	-11,6	-29,7	4,0	-128,8	4,2
Deuda Financiera Neta / Ebitda (vc) <sup>(1)</sup>	0,1	-4,9	-16,3	-11,7	-17,3	-14,1
Deuda Financiera Neta Aj. / Ebitda Aj. (vc) <sup>(1)(2)(3)</sup>	0,1	-4,9	-16,3	3,0	-102,0	2,7
Ebitda / Gastos Financieros (vc) <sup>(1)</sup>	-4,4	-2,0	-0,6	-1,1	-1,0	-0,5
Ebitda Aj. / Gastos Financieros Aj. (vc) <sup>(1)(2)</sup>	-4,4	-2,0	-0,6	4,4	-0,2	2,4
FCNO / Deuda Financiera (%) <sup>(4)</sup>	-51,6%	-17,7%	-13,6%	-27,2%	12,0%	-3,2%
FCNO / Deuda Financiera Neta (%) <sup>(4)</sup>	1497,2%	-42,1%	-24,7%	-36,5%	15,7%	-4,9%
FCNO / Deuda Financiera Aj. (%) <sup>(3)(4)</sup>	-51,6%	-17,7%	-13,6%	-27,2%	10,6%	-3,2%
FCNO / Deuda Financiera Neta Aj. (%) <sup>(3)(4)</sup>	1497,2%	-42,1%	-24,7%	-36,5%	13,4%	-4,9%
Liquidez Corriente (vc)	1,3	1,5	1,8	1,6	0,7	0,6

(\*) Estados financieros re-expresados para comparación.

(1) Ebitda: Resultado Operacional + Depreciación y Amortización del ejercicio.

(2) Ebitda ajustado: Ebitda + dividendos recibidos desde HLAG.

(3) Incorpora la deuda con su matriz, Quiñenco S.A.

(4) Flujo de Caja operacional, neto de variaciones en el capital de trabajo y ajustado descontando intereses pagados.

CARACTERÍSTICAS DE LOS INSTRUMENTOS

ACCIONES

Presencia Ajustada <sup>(1)</sup>	100,%
Rotación <sup>(1)</sup>	99,05%
Free Float	38,2%
Política de dividendos efectiva	Al menos 30% de las utilidades líquidas del ejercicio
Participación Institucionales	< 10%
Directores Independientes	1 de 7

1. Cifras al 31 de marzo de 2021.

LINEAS DE BONOS

	839	955
Fecha inscripción	05.10.2016	09.08.2019
Monto	US\$ 50.000.000	US\$ 150.000.000
Plazos	10 años	10 años
Resguardos	Suficientes	Suficientes
Garantías	No contempla	No contempla

EMISIONES DE BONOS VIGENTES

	B	C
Al amparo de la Línea de bonos	839	955
Fecha de Inscripción	21.10.2016	16.08.2019
Monto Inscrito	US\$ 50.000.000	US\$ 150.000.000
Monto Colocado	US\$ 50.000.000	US\$ 100.000.000
Plazo (Vencimiento final)	5 años	7 años
Amortización del Capital	1 cuota al vencimiento	4 cuotas anuales, a partir del 09.11.2024
Tasa de Interés	5,2% anual	5,35% anual

## NOMENCLATURA DE CLASIFICACIÓN

### CLASIFICACIÓN DE SOLVENCIA Y TÍTULOS DE DEUDA DE LARGO PLAZO

- Categoría AAA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría AA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría A: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- 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.
- 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 el capital.
- Categoría B: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en pérdida de intereses y capital.
- Categoría C: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de pérdida capital y de intereses.
- Categoría D: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, y que presentan incumplimiento efectivo de pago de intereses y capital, o requerimiento de quiebra en curso.
- Categoría E: Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información suficiente o representativa para el período mínimo exigido y además no existen garantías suficientes.

Adicionalmente, para las categorías de riesgo entre AA y B, la Clasificadora utiliza la nomenclatura (+) y (-), para otorgar una mayor graduación de riesgo relativo.

### TÍTULOS DE DEUDA DE CORTO PLAZO

- Nivel 1 (N-1): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Nivel 2 (N-2): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Nivel 3 (N-3): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Nivel 4 (N-4): Corresponde a aquellos instrumentos cuya capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, no reúne los requisitos para clasificar en los niveles N-1, N-2 o N-3.
- Nivel 5 (N-5): Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información representativa para el período mínimo exigido para la clasificación, y además no existen garantías suficientes.

Adicionalmente, para aquellos títulos con clasificaciones en Nivel 1, Feller Rate puede agregar el distintivo (+).

Los títulos con clasificación desde Nivel 1 hasta Nivel 3 se consideran de “grado inversión”, al tiempo que los clasificados en Nivel 4 como de “no grado inversión” o “grado especulativo”.

### ACCIONES

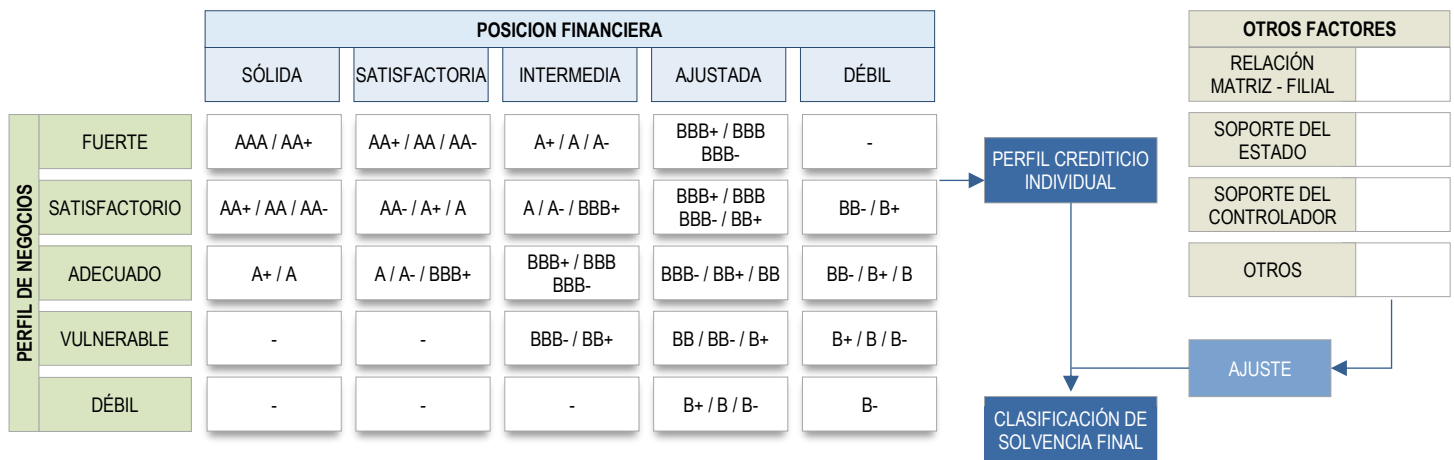
- Primera Clase Nivel 1: Títulos con la mejor combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 2: Títulos con una muy buena combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 3: Títulos con una buena combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 4: Títulos accionarios con una razonable combinación de solvencia, y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Segunda Clase (o Nivel 5): Títulos accionarios con una inadecuada combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Sin Información Suficiente: Títulos accionarios cuyo emisor no presenta información representativa y válida para realizar un adecuado análisis.

**DESCRIPTORES DE LIQUIDEZ**

- **Robusta:** La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite incluso ante un escenario de stress severo que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses.
- **Satisfactoria:** La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite cumplir con holgura el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un escenario de stress severo que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- **Suficiente:** La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un escenario de stress moderado que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- **Ajustada:** La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite mínimamente cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un pequeño cambio adverso en las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- **Insuficiente:** La empresa no cuenta con una posición de liquidez que le permita cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses.

**MATRIZ DE RIESGO CREDITICIO INDIVIDUAL Y CLASIFICACIÓN FINAL**

La matriz presentada en el diagrama entrega las categorías de riesgo indicativas para diferentes combinaciones de perfiles de negocio y financieros. Cabe destacar que éstas se presentan sólo a modo ilustrativo, sin que la matriz constituya una regla estricta a aplicar.



**EQUIPO DE ANÁLISIS:**

- Esteban Sánchez - Analista principal
- Arturo Zuleta - Analista secundario
- Nicolás Martorell - Director Senior

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 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.

La información presentada en estos análisis proviene de fuentes consideradas altamente confiables. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, Feller Rate no garantiza la exactitud o integridad de la información y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el empleo de esa información. Las clasificaciones de Feller Rate son una apreciación de la solvencia de la empresa y de los títulos que ella emite, considerando la capacidad que ésta tiene para cumplir con sus obligaciones en los términos y plazos pactados.