



VALORACIÓN EMPRESA COMPAÑÍA SUDAMERICANA DE VAPORES

Mediante Método Flujos De Caja Descontados

VALORACIÓN PARA OPTAR AL GRADO DE MAGÍSTER EN FINANZAS

Alumno: José Daniel Espinoza Valladares

Profesor Guía: Máximo Errázuriz

Santiago, Marzo 2019

AGRADECIMIENTOS

Este trabajo está dedicado de forma especial a mis padres, principales pilares y ejemplos de mi vida, que tanto esfuerzo han puesto en mi formación como ser humano y profesional desde mi niñez.

A todos mis amigos, que aparte de compartir increíbles momentos conmigo, me han permitido, a través de su conocimiento, expandir mis fronteras e intereses.

Finalmente agradezco a la Universidad de Chile y sus profesores, por la sólida formación teórica recibida, junto a valores y herramientas que me permiten desenvolverse a diario en el mundo laboral.

TABLA DE CONTENIDOS

| | |
|----------------------------------------------------------------------------------|----|
| INDICE DE TABLAS | 1 |
| RESUMEN EJECUTIVO | 3 |
| 2. METODOLOGÍA | 4 |
| 2.2.1 PRINCIPALES METODOS DE VALORIZACIÓN | 4 |
| Método de Flujos de Caja Descontados..... | 5 |
| Método de Múltiplos | 7 |
| 2.2.2 DESCRIPCION DE LA EMPRESA E INDUSTRIA | 9 |
| Descripción de la Empresa..... | 9 |
| Descripción de la Industria | 13 |
| 2.2.3 DESCRIPCION DEL FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA..... | 27 |
| 2.2.4 ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA | 29 |
| Deuda Financiera | 29 |
| Patrimonio Económico | 30 |
| Estructura de Capital Objetivo | 30 |
| 2.2.5 ESTIMACION DEL COSTO PATRIMONIAL Y DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA..... | 31 |
| Estimación del Beta Patrimonial de la Empresa | 31 |
| Estimación del Costo de Capital de la Empresa | 32 |
| 2.2.6 ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA | 36 |
| Análisis de crecimiento..... | 36 |
| Análisis y Perspectivas de crecimiento de la Industria..... | 36 |
| Análisis de Costos de Operación..... | 37 |
| Análisis de Cuentas no operacionales..... | 39 |
| Análisis de Activos | 40 |
| Activos No operacionales..... | 41 |
| 2.2.7 PROYECCIÓN DE ESTADO DE RESULTADOS..... | 42 |
| Proyección de Ingresos, Costos de Operación y Gavs de CSAV | 42 |
| Proyecciones Hapag Lloyd..... | 44 |
| 2.2.8 PROYECCION Y VALORIZACION POR FLUJOS DE CAJA LIBRE DE CSAV... 46 | |
| Depreciación y amortización de intangibles..... | 46 |
| Inversión en Activo Fijo | 47 |

| | |
|--------------------------------------------------------------|----|
| Inversión en Reposición | 48 |
| Inversión en Capital de Trabajo..... | 48 |
| Activos Prescindibles de CSAV | 49 |
| Flujo de Caja Libre CSAV..... | 50 |
| 2.2.9 VALORIZACION ECONOMICA CSAV Y PRECIO DE SU ACCION..... | 51 |
| 2.2.10 VALORIZACION CSAV POR MULTIPLOS | 54 |
| CONCLUSIONES | 57 |
| ANEXOS..... | 59 |
| BIBLIOGRAFIA..... | 64 |

INDICE DE TABLAS

| | |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Tabla 1: Ficha Financiera Compañía Sudamericana de Vapores..... | 10 |
| Tabla 2: Fuerzas Análisis Porter | 13 |
| Tabla 3: Evolución Alianzas Navieras 1996 - 2017 | 15 |
| Tabla 4: Evolución Generacional y Características de las Alianzas | 15 |
| Tabla 5: Ranking Junio 2018 de las Principales Navieras en capacidad instalada de transporte Portacontenedores, Flota Existente y Flota con orden de construcción. | 16 |
| Tabla 6: Resumen Alianzas en Transporte Portacontenedores a Junio 2018 | 16 |
| Tabla 7: Gráficos Evolución Comercio, Flota y Principales Operadores en Transporte de Vehículos..... | 17 |
| Tabla 8: Evolución Precio Bunker 380 de Petróleo 2014 - 2018 | 18 |
| Tabla 9: Evolución Flota Desempleada Mundial 2008 – 2017..... | 18 |
| Tabla 10: Gráfico Comparativo Evolución Índice Shangai Transporte Contenedores vs Evolución Índice Precio Combustibles Rotterdam Platts Enero 2014 – Agosto 2018. ... | 19 |
| Tabla 11: Evolución Tarifas y Volúmenes transportados Hapag Lloyd 2009 – 2017 | 19 |
| Tabla 12: Evolución de la Producción y Comercio Mundial..... | 20 |
| Tabla 13: Crecimiento Volumen Transportado vs Crecimiento PIB Real..... | 20 |
| Tabla 14: Resumen resultados y márgenes históricos Navieras 2003 – Jun-18..... | 21 |
| Tabla 15: Pasivos Financieros CSAV 2017 - Jun-18..... | 27 |
| Tabla 16: Resumen CSAV Bonos Serie B | 27 |
| Tabla 17: Control de Covenants Vigentes por Deuda Bancaria y Bonos de CSAV | 28 |
| Tabla 18: Detalle Deuda Financiera CSAV 2014 – Jun-18..... | 29 |
| Tabla 19: Patrimonio Económico CSAV 2014 – Jun-18 | 30 |
| Tabla 20: Resumen Deuda, Patrimonio, Valor Empresa CSAV 2014-Jun-18..... | 30 |
| Tabla 21: Estructura de Capital Objetivo CSAV 2014- Jun-18 | 30 |
| Tabla 22: Resumen Estimación Econométrica Betas CSAV 2014 - 2018 | 31 |
| Tabla 23: Betas comparativos 2018 compañías Navieras..... | 32 |
| Tabla 24: Análisis de crecimiento ingresos CSAV 2014 – Jun-18 | 36 |
| Tabla 25: Tabla y Gráfico Evolución Ventas Mercado Automotriz Chile..... | 37 |
| Tabla 26: Crecimientos Reales y Proyectados PIB: Chile y Perú 2012 – 2023e | 37 |
| Tabla 27: Compromisos arriendos Naves CSAV..... | 38 |

| | |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Tabla 28: Desglose Costo de Ventas CSAV 2014 a Jun-18..... | 38 |
| Tabla 29: Desglose Gastos de Administración y Ventas CSAV 2014 a Jun-18..... | 39 |
| Tabla 30: Clasificación partidas Estado de Resultado CSAV | 39 |
| Tabla 31: Análisis de cuentas de Activos CSAV Jun-18..... | 40 |
| Tabla 32: Resumen Evolución y Supuestos de Ingresos, Costos de Ventas y GAVs CSAV 2014 – Jun-18 | 42 |
| Tabla 33: Proyecciones CSAV 2018 - 2022 | 43 |
| Tabla 34: Detalle Resumen Evolución y Supuestos de Ingresos, Costos de Ventas y GAVs Hapag Lloyd 2015 – 2022e..... | 44 |
| Tabla 35: Detalle Resultados Históricos y Proyección Hapag Lloyd 2015 – 2022e | 45 |
| Tabla 36: Proyecciones comparativas Hapag Lloyd bajo distintas clasificadoras..... | 46 |
| Tabla 37: Detalle Depreciación y amortizaciones CSAV 2017 – 2022e | 47 |
| Tabla 38: Inversiones en Activo Fijo Históricas y Proyectadas para CSAV | 47 |
| Tabla 39: Cálculo Inversión en Reposición CSAV 2014 – Jun-18 | 48 |
| Tabla 40: Detalle Retorno de Capital de Trabajo Operacional Neto (RCTON) CSAV 2014 – 2022e..... | 49 |
| Tabla 41: Detalle activos prescindibles CSAV | 49 |
| Tabla 42: Flujo de Caja Libre Histórico y Proyectado CSAV | 50 |
| Tabla 43: Valor Terminal o Perpetuidad para CSAV | 51 |
| Tabla 44: Valor Económico Patrimonio y Acción CSAV | 52 |
| Tabla 45: Tipos de Múltiplos | 54 |
| Tabla 46: Indicadores financieros por naviera 2017 – Jun-18 | 55 |
| Tabla 47: Resumen Múltiplos calculados navieras e industria | 55 |
| Tabla 48: Indicadores CSAV..... | 56 |
| Tabla 49: Resumen valorización CSAV a partir de múltiplos..... | 56 |

RESUMEN EJECUTIVO

Esta tesis tiene como propósito la valorización de Compañía Sudamericana de Vapores (CSAV) a Junio de 2018. CSAV fue fundada en 1872 y actualmente opera dos líneas centrales de negocio, Transportes de Carga en Contenedores y Transporte de vehículos.

La valorización de CSAV consistirá en estimar el valor que tendría la naviera al 30 de Junio 2018, lo que a su vez nos conducirá al valor por acción (nematécnico: VAPORES).

Entre las diversas metodologías para estimar el valor de la compañía, se ha definido utilizar el método de Flujos de Caja Descontados, el cual se basa en una proyección del estado de resultados de la sociedad y el flujo de caja libre de la misma. En el caso particular de CSAV, que difiere del análisis tradicional, se pondrá especial énfasis en la estimación del resultado proporcional y el flujo de dividendos de Hapag Lloyd, empresa relacionada y naviera con sede en Alemania, sobre la cual CSAV posee una participación de 25,86% a Junio 2018. A través de esta última se desarrolla el negocio de Transporte de Carga en Contenedores. En este sentido la estimación de estos flujos es de especial importancia para determinar el valor de Compañía Sudamericana de Vapores.

En este trabajo se entrega una descripción detallada de la metodología seleccionada, de la industria naviera y de CSAV en particular, utilizando información de carácter y conocimiento público para su realización.

Finalmente, como alternativa al método de Flujos de Caja descontados, se presenta valorización de CSAV usando la metodología de múltiplos.

2. METODOLOGÍA

2.2.1 PRINCIPALES METODOS DE VALORIZACIÓN

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor para la compañía, pero al ser distintas las metodologías que ofrece la literatura, existen diversos grupos de métodos de valoración, los métodos basados en el balance de la empresa, métodos basados en cuentas de resultado, métodos mixtos, y métodos basados en el descuento de flujo de fondos¹. Los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en determinado momento, y del método utilizado.

Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad. Y veremos más adelante que sus resultados difieren, dado que cada analista o equipo de research utilizan distintos supuestos.

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de descuento de dividendos, opciones reales, flujos de caja descontados, y múltiplos o comparables².

No concentraremos en adelante en los dos últimos métodos de valoración. El método múltiplos y de flujos de caja descontados, este último es cada vez más utilizado, ya que considera a la empresa como un ente generador flujos, y por ello como un activo financiero.

Modelo de Descuento de Dividendos

Los dividendos son pagos periódicos a los accionistas y constituyen, en la mayoría de los casos, el único flujo periódico que reciben las acciones.

El valor de la acción es el valor actual de dividendos que esperamos obtener de ella, y se emplea generalmente para la valoración de bancos e instituciones financieras. Para el caso de Perpetuidad, es decir, cuando una empresa de la que se esperan dividendos constantes todos los años, el valor se puede expresar así:

$$\text{Valor de la Acción} = \text{DPA} / K_p$$

¹ Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000. 28p.

² Maquieira, Carlos. Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica. Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010. Capítulo 8, pp.249-277.

Donde:

DPA= Dividendo por acción

Kp= rentabilidad exigida a las acciones.

La rentabilidad exigida a las acciones, llamada también coste de los recursos propios, es la rentabilidad que esperan obtener los accionistas para sentirse suficientemente remunerados. Si se espera que el dividendo crezca indefinidamente a un ritmo anual constante g , la fórmula anterior se convierte en la siguiente:

$$\text{Valor de la Acción} = \text{DPA}_1 / (\text{Kp} - g)$$

Donde DPA_1 son los dividendos por acción del próximo periodo.³

Sin embargo, cabe señalar que la principal limitante de este método es que no puede capturar el crecimiento futuro de la compañía.

Método de Flujos de Caja Descontados

El caso del método de Flujo de Caja Descontado, en adelante FCD, está dentro de las metodologías más científicas y teóricamente precisas para realizar una valoración, porque está relacionada con la utilidad y el crecimiento del negocio que está siendo evaluado.

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, ésta corresponde al punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por Opciones, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de porqué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el Flujo de Caja Descontado. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías.⁴

En un FCD, los flujos de caja libre son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado (período explícito de proyección) y luego descontados para reflejar su valor presente. Además de estos flujos de caja, este valor debe ser determinado para flujos de caja generados más allá del horizonte de proyección, comúnmente llamado "valor

³ Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000. 36p.

⁴ Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002), 382p.

terminal” o “perpetuidad” (período implícito de proyección). Entonces, un FCD será altamente sensible a la tasa de descuento.

A pesar de la rigurosidad de los fundamentos teóricos, los parámetros de valoración incluidos a través de una metodología de FCD son principalmente proyecciones de largo plazo, las cuales intentan modelar los números de una compañía, los factores específicos de una industria y las tendencias macroeconómicas que ejerzan ciertos grados de variabilidad en los resultados de una compañía.

El componente del valor terminal en un FCD generalmente representa la mayor parte del valor implícito final y es extremadamente sensible a los efectos acumulativos de los supuestos operacionales que subyacen a las proyecciones. En consecuencia, las proyecciones de largo plazo y la elección del valor de un múltiplo final de salida y/o la tasa de crecimiento perpetuo, ocupan un rol fundamental en determinar el valor de la compañía bajo análisis.

En la valoración basada en descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el descuento mínimo exigido lo marcan los interesados, ya sea compradores o vendedores no dispuestos a invertir o vender por menos de una determinada rentabilidad, etc.

En general, cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de una valoración por el método de FCD, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula frecuentemente como un promedio ponderado entre el costo de la deuda (k_b) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia costo patrimonial (k_p). Así, al calcular el costo de capital de esta manera, se le da el nombre de “WACC” (costo de capital promedio ponderado en sus siglas en inglés). El WACC es la tasa a la que se deben descontar los Flujos de Caja Libre Totales para obtener el valor total de una empresa (en su parte operativa), que tenga deuda financiera, y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda, se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa.

Para valorar la empresa (en su parte operativa) de la forma descrita, se requiere que la empresa tenga una estructura de capital objetivo de largo plazo, si no se cumple esta condición no podría valorarse así (se debería hacer por valor presente ajustado).

Al aplicar FCD para valorar la empresa (en su parte operativa), la determinación del valor total, implicaría adicionar los activos prescindibles (activos que no son necesarios para la operación de la empresa) y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo que la empresa pudiera tener al momento de la valoración. Por último, la valoración del

patrimonio, simplemente se hace restando al valor completo de la empresa, el valor presente de la deuda financiera al momento de la valoración.

En el caso que la empresa no tenga deuda, es decir, sea financiada 100% con patrimonio, la valoración de la empresa en su parte operativa se realiza descontando los flujos de caja totales (los mismos anteriormente descritos), a una tasa de costo de capital sin deuda, también referida como tasa de rentabilidad a exigir al negocio (dado su nivel de riesgo). Para obtener el valor completo de la empresa, se hacen los ajustes ya mencionados, de adicionar el valor de los activos prescindibles y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo, al momento de la valoración. Por supuesto, este valor completo de la empresa coincidiría con el valor del patrimonio.

Método de Múltiplos

El enfoque de múltiplo o comparables, determina un valor para la empresa, estableciendo relación entre ratios financieros de una compañía de la misma industria, y el valor de la firma, obteniendo así un valor rápido y aproximado de la empresa.

El valor de un activo es comparado con los valores considerados por el mercado como activos similares o comparables. Cabe destacar la gran variación en la valoración de las acciones según el múltiplo que se utilice y las empresas que se tomen como referencia.

Los requisitos para aplicar este método son los siguientes son identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, convertir los valores de mercado en valores estandarizados. Esto lleva a obtener múltiplos, comparar el valor estandarizado o el múltiplo aplicado a los activos comparables, controlando por diferencias que podría afectar el múltiplo de la empresa, y recordar que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características de flujo de caja.

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, a continuación algunos de ellos⁵:

Múltiplos de Ganancias:

- Precio de la acción/Utilidad (PU o PE)
- Valor/EBIT
- Valor/EBITDA
- Valor/Flujo de Caja

⁵ Maquieira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas.

Los analistas utilizan esta relación para decidir sobre portafolios, específicamente comparan este valor con la tasa de crecimiento esperado, si el valor es bajo entonces las empresas están subvaloradas, si el valor es alto entonces están sobrevaloradas.

Los analistas también utilizan PU para comparar mercados y entonces concluir cuales están subvalorados y cuales sobre valorados. La relación PU está asociada positivamente con la razón de pago de dividendo, positivamente con la tasa de crecimiento, y negativamente con el nivel de riesgo del patrimonio. Una empresa puede tener un PU bajo debido a altas tasas de interés o bien alto nivel de riesgo del patrimonio.

Múltiplos de Valor Libro:

- Precio acción/valor libro de la acción (PV)
- Valor de Mercado/ Valor Libro de Activos
- Valor de Mercado/Costo de Reemplazo (Tobin's Q)

Múltiplos de Ventas:

- Precio de la acción/Ventas por Acción (PV)
- Value/Sales

Múltiplo de Variables de industria Específica:

(Precio /kwh, Precio por tonelada de cobre, valor por m² construido en retail)

2.2.2 DESCRIPCION DE LA EMPRESA E INDUSTRIA

Descripción de la Empresa

Compañía Sudamericana de Vapores (CSAV) fue fundada en 1872 y desde 1883 cuenta con presencia en Bolsa. Su principal controlador es el Grupo Quiñenco que alcanza a un 56,18% de su propiedad. CSAV tiene su casa matriz en Chile desarrollando dos líneas centrales de negocio: i) Transportes de Carga en Contenedores y ii) Transporte de vehículos.

El Transporte de Carga en Contenedores, principal negocio de CSAV, lo desarrolla indirectamente a través de su participación de 25,86% en Hapag-Lloyd AG (HLAG), naviera de origen alemán que se ubica en el Ranking N°5 a nivel mundial al considerar su capacidad de carga y que cuenta con presencia en todos los tráficos globales principales, enterando ventas a 2017 por más de MMUSD11.000. CSAV es el principal accionista de HLAG, a través de su sociedad de inversión CSAV Germany Container Holding GmbH, y forma parte de Pacto Controlador de la naviera. Este Pacto comprende el 64,8% de la propiedad en HLAG (en Jul-16 se produjo el anuncio de combinación de negocios entre HLAG y United Arab Shipping Company, proceso que se perfeccionó en durante 2017). El conjunto de estos factores, permiten a CSAV contar con una influencia significativa y control conjunto de su relacionada, aunque esta sea administrada de forma independiente. Bajo esta línea de negocio se ofrecen más de 124 servicios alrededor del mundo por medio de una flota de 221 naves, de las cuales 112 son propias y 109 arrendadas. Cabe señalar que esta línea de negocio no impacta el Estado de Resultados de CSAV a nivel operacional, sino que lo hace en la línea de ingreso (egreso) de Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos junto a los dividendos asociados que pueda recibir de HLAG, mientras que a nivel de Balance lo hace en la cuenta Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación.

Por su parte el principal negocio operado de manera directa por CSAV es el servicio de transporte marítimo de vehículos en naves especializadas, del tipo Pure Car and Truck Carrier (PCTC). Estas permiten el embarque y descarga de vehículos mediante el desplazamiento sobre sus propias ruedas a través de rampas (Roll on - Roll off o RoRo). CSAV transporta una amplia gama de tipos de vehículos, tales como vehículos de pasajeros, comerciales, camiones, maquinarias industriales, y carga rodante en general.

Los mercados en los que opera CSAV son atendidos por los siguientes servicios: i) AUSTRAL: Servicio de frecuencia mensual que atiende los principales puertos con producción de carga rodante en Brasil y Argentina, con destino a Chile y Perú y conexiones a Ecuador y Colombia. Este servicio opera con naves de una capacidad de 5.000 RT, ii) EUMEXSA: Servicio con una recalada mensual que conecta al principal puerto hub de vehículos en Europa -Zeebrugge (Bélgica)- con puertos de la costa este

de Estados Unidos y el Golfo de México para continuar viaje, vía canal de Panamá, a la costa Pacífico de Sudamérica. Opera con naves de una capacidad de 6.500 – 7.800 RT (Revenue Ton que equivale a Tonelada o 1m3 de carga), iii) NASA: Servicio mensual con recalada directa en puertos de Alemania, Bélgica y España y conexiones de transbordo desde Inglaterra, Suecia, Italia y Turquía -entre otros- para atender Chile y Perú de forma directa y vía transbordo a Colombia y Ecuador. El servicio se opera con naves de 6.500 RT y iv) SHINANSEIKAI: Servicio que consta de dos salidas mensuales desde Japón y China a Perú y Chile. Adicionalmente, se ofrecen conexiones desde el Sudeste Asiático y Corea, lo cual permite una cobertura extendida para los centros productivos de dicha región. Este servicio se opera con naves de 5.000 – 6.500 RT.

Está línea de negocio es desarrollada mediante flota arrendada, operando 6 naves de forma regular. Cabe señalar que esta línea de negocio representa la totalidad del Ingreso Operacional (Ingresos de Actividades Ordinarias), reportado en los Estados de Resultados por Función de la compañía.

Por último, en su proceso de planificación, CSAV ha liquidado y discontinuado los negocios asociados a sus principales filiales: Unidad de negocios de freight forwarder y operación logística (Norgistics) y Unidad de negocios de transporte de carga líquida a granel (OyV).

Tabla 1: Ficha Financiera Compañía Sudamericana de Vapores

| | Observaciones |
|---------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Razón Social | COMPAÑIA SUD AMERICANA DE VAPORES S.A. |
| Rut | 90160000-7 |
| Nemotécnico | VAPORES |
| Industria | NAVIERA |
| Regulación | Compañía Sud Americana de Vapores S.A. (CSAV), por el negocio que desarrolla y su carácter internacional, está sujeta a distintas regulaciones destacando: Ámbito Nacional <ul style="list-style-type: none"> i) Libro III del Código de Comercio chileno. ii) Decreto Ley N°2.222, del 31 de mayo de 1978, que sustituyó a la antigua Ley de Navegación de 1878 que ha sido modificado por distintas leyes posteriores. Este decreto define las normas relacionadas con materias medioambientales, como la contaminación marítima. iii) Decreto Ley 3.059 del 22 de diciembre de 1979, que contiene un nuevo texto de la Ley sobre Fomento de la Marina Mercante Nacional, donde se incluyen normas sobre reserva de carga y normas especiales regulatorias y tributarias. Ámbito Internacional <ul style="list-style-type: none"> i) Destacan entre estas, las que establecen normas medioambientales en relación con la construcción y operación de las naves, el transporte de mercancías por mar, la responsabilidad por abordajes, el salvamento de naves y artefactos navales, y las normas antiterroristas y de libre |

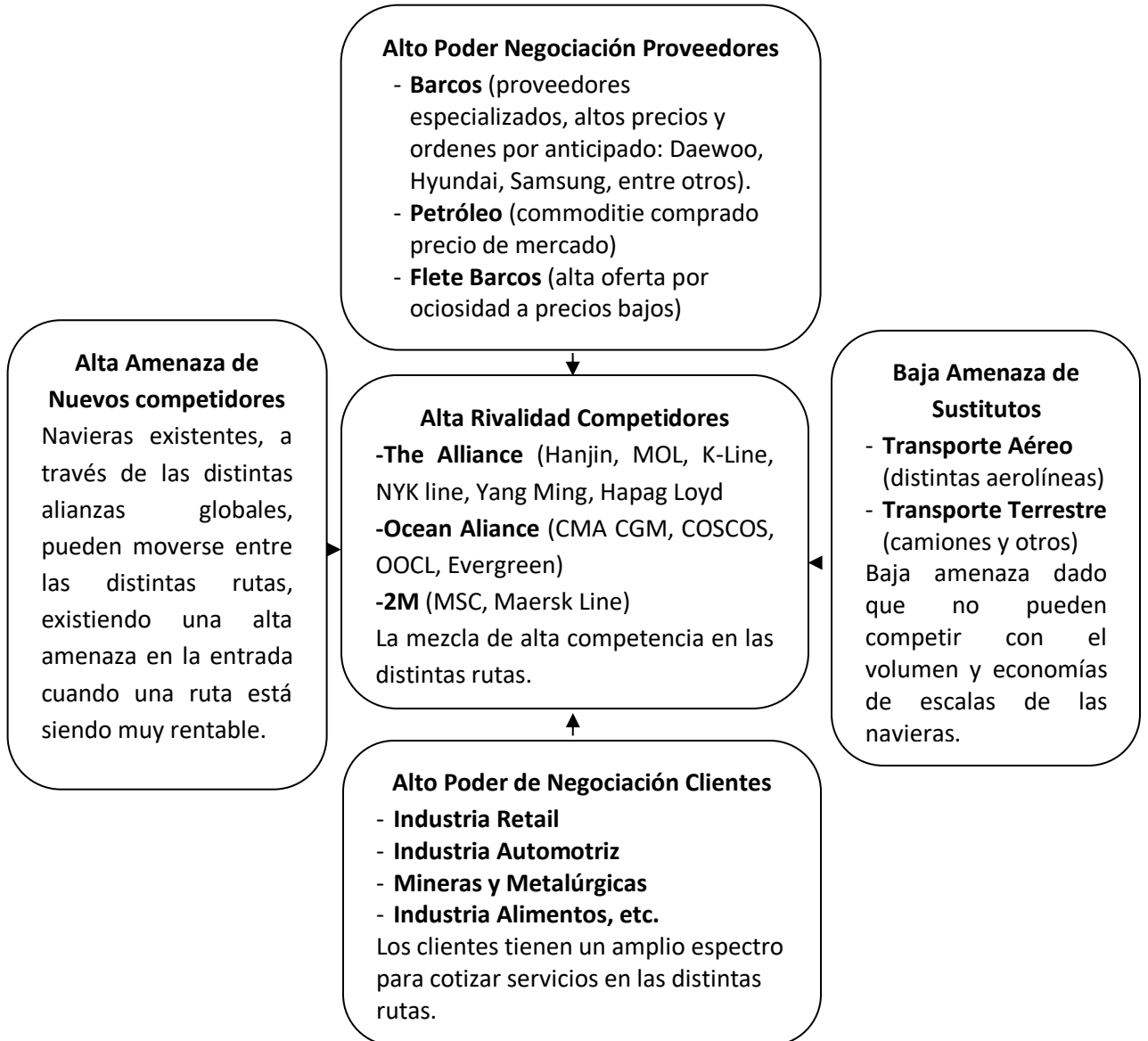
| | |
|--------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| | <p>competencia, como asimismo sus inmunidades y exenciones. En ese sentido, cabe destacar las prohibiciones dispuestas por los artículos 101 y 102 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, Shipping Act de 1984 de los Estados Unidos de América y la regulación de la Federal Maritime Commission (FMC).</p> <p>ii) Convención sobre un Código de Conducta de las Conferencias Marítimas. estándares de seguridad adoptados por la Organización Marítima Internacional (o IMO por su sigla en inglés), dependiente de las Naciones Unidas, y la necesidad de someterse a la inspección y registro de las Sociedades de Clasificación.</p> |
| Tipo de Operación | Compañía Sud Americana de Vapores S.A. (CSAV) se centra en dos líneas de negocio ya explicadas con anterioridad: i) Transportes y ii) Transporte de vehículos. |
| Filiales | <p>CSAV posee una participación de 25,68% a Jun-18 en HLAG:</p> <p>Hapag Lloyd AG (HLAG): corresponde a filial de CSAV. Sociedad anónima abierta y listada en las bolsas de Frankfurt y Hamburgo. Opera una red global compuesta por 221 naves, 112 propios y 109 arrendados, capacidad total MTEU 1.589, con 124 servicios de línea con conexiones entre todos los continentes y cerca de 387 locaciones. Sus servicios se clasifican en las categorías Main (principal) y Feeder (alimentador). HLAG opera una extensa red de servicios directos estando presente en todos los tráficos globales relevantes. Cubre las tres mayores rutas de Este a Oeste: Lejano Oriente (Europa-Asia), Transpacífico (Asia-Norteamérica) y Atlántico (Europa-Norteamérica). También ofrece un amplio listado de servicios, más allá de la principal ruta Este-Oeste, el cual incluye servicios Intra-Asia, servicios hacia y dentro de Latinoamérica, Intra-Europa e Intra-América, entre los que se cuentan los servicios originalmente operados por CSAV. Además, ofrece servicios desde y hacia África, Australia y Nueva Zelanda. Para extender la cobertura a ciertas conexiones no ofrecidas por los servicios Main, provee conexión a través de internación marítima o posicionamiento local con terceros.</p> <p>CSAV podrá seguir influyendo decisivamente en materias fundamentales de la empresa, como aumentos de capital, fusiones, divisiones y cambios en el giro de los negocios, todos los cuales requieren un quórum de aprobación de 65%. Pese a esto, HLAG es administrada de forma independiente.</p> |

| 12 Mayores Accionistas | PRINCIPALES ACCIONISTAS | % de propiedad (*) |
|------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------|
| | | INVERSIONES RIO BRAVO SA |
| | QUINENCO SA | 20,42% |
| | MARITIMA DE INVERSIONES S A | 5,90% |
| | BOLSA DE COMERCIO DE SANTIAGO BOLSA DE VALORES | 5,18% |
| | BTG PACTUAL CHILE S A C DE B | 3,29% |
| | BANCO DE CHILE POR CUENTA DE TERCEROS NO RESIDENTES | 2,43% |
| | BOLSA ELECTRONICA DE CHILE BOLSA DE VALORES | 2,39% |
| | INMOBILIARIA NORTE VERDE SA | 1,90% |
| | BANCO ITAU CORPBANCA POR CTA DE INVERSIONISTAS EXTRANJEROS | 1,85% |
| | BANCHILE C DE B S A | 1,52% |
| | BANCO SANTANDER POR CUENTA DE INV EXTRANJEROS | 1,51% |
| | INVERSIONES MEGEVE DOS LTDA | 1,44% |
| | TOTAL | 81,69% |
| | * Grupo Luksic concentra el 56,18% de forma indirecta , sobre un total de 30.057.921.037 acciones emitidas y pagadas al 30/06/2018 | |

Descripción de la Industria

Si se analiza de forma general la Industria Naviera a partir de un Modelo de Porter podemos distinguir las siguientes fuerzas⁶:

Tabla 2: Fuerzas Análisis Porter



Fuente: elaboración personal

Amenaza de nuevos competidores: Alta.

Derivado de la concentración gradual que ha venido experimentando la Industria Naviera, existe una creciente competencia en las distintas rutas que siempre están en

⁶ Porter, Michel E., Ser Competitivo.

constante cambio por los nuevos actores que ingresan cada año. Actualmente tres alianzas poseen el 96% de las principales rutas comerciales mundiales, agrupando a gran parte del Top 15 de las compañías navieras.

Las Alianzas, que se vienen gestando desde mediados de los años 1990s entre las navieras más pequeñas y que ahora son la estrategia dominante adoptada por las principales navieras, pueden definirse en principio como acuerdos de cooperación entre distintas navieras/carriers (container liners) en temas operacionales, comprendiendo una serie de acuerdos con cobertura global para compartir espacios en buques para tratar de adquirir economías de escala con una cobertura geográfica más amplia. Los resultados de este proceso son amplios, pero a la luz de estudios como “The Impact of Alliances in Container Shipping”, elaborado por The International Transport Forum⁷, se puede extraer que:

- Las cuatro principales navieras representan el 60% del mercado Carga en Contenedores durante 2018, mientras que la participación de mercado de la mayor naviera, Maersk 19%, es mayor que la participación de cualquier alianza global antes de 2012. Lo anterior nos permite entender que las tres principales alianzas (2M, Ocean and THE Alliance) posean el 96% de las rutas comerciales y que esto pueda ser un vehículo de colusión entre los carries, al haber un profundo conocimiento mutuo de sus estructuras de costos.
- El proceso de Alianzas ha permitido a navieras/carriers más pequeños adquirir y operar mega barcos, al reducir los costos unitarios de operación. Esto sin embargo ha conllevado a una sobre oferta importante en capacidad de transporte.
- Las Alianzas también han promovido una oferta más uniforme, limitando las posibilidades de diferenciación vía servicios entre los carriers. Se han reducido las frecuencias de servicio, existen menos rutas directas puerto-puerto, disminuyendo la confiabilidad del horario y conllevando a tiempos de espera más largos. Esto ha aumentado los tiempos de transporte y la incertidumbre de entrega para varios remitentes, lo que lleva a mayores inventarios y costos de almacenamiento en puerto.
- Las grandes Alianzas han promovido un enorme poder de monopsonio de las navieras sobre las redes portuarias y terminales. Al interior de los puertos el poder de negociación de las alianzas puede ser destructivo al exigir mejoras continuas en infraestructura pública para poder atender mega barcos y/o bajando los precios pagados a empresas que les otorgan servicios, como las de remolque, estiba/desestiba, etc. Lo anterior conlleva a una lata competitividad entre operadores portuarios, reduciendo las tasas de retorno para la industria portuaria en general, con la progresiva desaparición de puertos más pequeños y empresas de servicios.
- Cada vez es mayor la participación de mercado de navieras/carriers que poseen operación de puertos (integración vertical), incrementándose de esta participación de 18% en 2001 a 38% en 2017. Esto podría atentar contra la competencia si se excluye del uso del puerto a otros carriers.

⁷ International Transport Forum, “The Impact of Alliances in Container Shipping”. El ITF es un organismo intergubernamental, autónomo, formado por 59 países y que se encuentra integrado administrativamente dentro la OECD.

- Si bien ha habido un impacto y ahorro en las tarifas de transporte, derivado de la sobre capacidad, estos se han visto compensado por costos adicionales que deben enfrentar los transportistas/agencias de carga. La concentración generada por las alianzas también ha frustrado las estrategias de diversificación de riesgo al limitar las opciones de envío.

A continuación se muestra la evolución de estas alianzas navieras desde 1996 al 2017 y las características de las progresivas etapas en este proceso:

Tabla 3: Evolución Alianzas Navieras 1996 - 2017

| Q2 1996 | Q1 1998 | Q4 2001 | Q4 2005 | Q4 2009 | Q1 2012 | Q2 2015 | Q2 2017 |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| GLOBAL ALLIANCE APL MOL Nedlloyd OOCL MISC | NWA APL/NOL MOL HMM | NWA APL/NOL MOL HMM | NWA APL/NOL MOL HMM | NWA APL/NOL MOL HMM | G6 ALLIANCE APL/NOL MOL HMM Hapag-Lloyd NYK Line OOCL | G6 ALLIANCE APL/NOL MOL HMM Hapag-Lloyd NYK Line OOCL | THE ALLIANCE Hanjin MOL K-Line NYK Line Yang Ming Hapag-Lloyd (+UASC?) |
| GRAND ALLIANCE Hapag-Lloyd NYK Line NOL P&OCL | GRAND ALLIANCE II Hapag-Lloyd NYK Line P&O Nedlloyd OOCL MISC | GRAND ALLIANCE II Hapag-Lloyd NYK Line P&O Nedlloyd OOCL MISC | GRAND ALLIANCE III Hapag-Lloyd NYK Line OOCL MISC | GRAND ALLIANCE IV Hapag-Lloyd NYK Line OOCL | CKYH Hanjin K-Line Yang Ming COSCO | CKYH Hanjin K-Line Yang Ming COSCO | OCEAN ALLIANCE Hanjin CMA CGM COSCOCS OOCL Evergreen |
| | UNITED ALLIANCE Hanjin Cho Yang UASC | CKYH Hanjin K-Line Yang Ming COSCO | CKYH Hanjin K-Line Yang Ming COSCO | | MSC/CMA CGM MSC CMA CGM | 2M MSC Maersk Line | 2M MSC Maersk Line |
| | CYK ALLIANCE K-Line Yang Ming COSCO | | | | | Ocean Three CMA CGM China Shipping UASC | |
| Maersk Sea-Land | Maersk Sea-Land | | | | | | |
|   | | | | | | | |
| Main carriers not part of an alliance | | | | | | | |
| MSC | MSC | Maersk SeaLand | Maersk Line | Maersk Line | Maersk Line | | |
| CMA CGM | CMA CGM | MSC | MSC | MSC | MSC | | |
| Evergreen | Evergreen | CMA CGM | CMA CGM | CMA CGM | CMA CGM | | |
| | | Evergreen | Evergreen | Evergreen | Evergreen | | |
| | | | | | | | Undecided or stand alone in top 20 container carriers HMM, PIL, ZIM Line, Hamburg-Süd, Wan Hai |

Fuente: Estudio “The Impact of Alliances in Container Shipping” año 2018

Tabla 4: Evolución Generacional y Características de las Alianzas

| Generación | Alianzas | Periodo | Características |
|------------|------------------------------|-------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Primera | Gobal, Grand, Maersk/Sealand | 1996 - 1998 | Foco Ambicioso, Inestabilidad |
| Segunda | New World, Grand, CKHY | 1998 - 2012 | Estabilidad, alianzas usadas por carries de tamaño mediano y pequeños |
| Tercera | G6, CKHYE, 2M, O3 | 2012 - 2017 | Transición: los carries más grandes también comienzan a forma parte de las alianzas. Constelación inestable de alianzas |
| Cuarta | 2M, Ocean, The Alliance | 2017 - ? | Ninguna alianza tiene un carrier dominante. Los carriers que forman parte de las alianzas son los ocho más grandes a nivel global. |

Fuente: Estudio “The Impact of Alliances in Container Shipping”

Si se analiza la industria a partir de la capacidad de transporte es importante entender las cifras entregadas por Alphaliner, donde se detallan que hoy la Industria Naviera está

compuesta por 6,155 Barcos activos; 22.660.522 TEU (Twenty-foot Equivalent Unit) total capacidad medida en volumen; 276.151.234 DWT (Deadweight tonnage) total capacidad en toneladas; siendo los principales competidores:

Tabla 5: Ranking Junio 2018 de las Principales Navieras en capacidad instalada de transporte Portacontenedores, Flota Existente y Flota con orden de construcción.

| Rank | Operator | Teu | Share | Existing fleet | Orderbook |
|------|----------------------------------|-----------|-------|----------------|-----------|
| 1 | APM-Maersk | 4,031,479 | 17.8% | | |
| 2 | Mediterranean Shg Co | 3,253,696 | 14.4% | | |
| 3 | COSCO Group | 2,813,053 | 12.4% | | |
| 4 | CMA CGM Group | 2,627,814 | 11.6% | | |
| 5 | Hapag-Lloyd | 1,597,492 | 7.0% | | |
| 6 | ONE (Ocean Network Express) | 1,540,567 | 6.8% | | |
| 7 | Evergreen Line | 1,200,379 | 5.3% | | |
| 8 | Yang Ming Marine Transport Corp. | 637,489 | 2.8% | | |
| 9 | PIL (Pacific Int. Line) | 417,222 | 1.8% | | |
| 10 | Hyundai M.M. | 413,945 | 1.8% | | |

Fuente: Alphaliner

Tabla 6: Resumen Alianzas en Transporte Portacontenedores a Junio 2018

| Alianza | Carriers | Global market share (%) | Ranking carrier Global |
|----------------|-------------|-------------------------|------------------------|
| 2M | Maersk | 19 | 1 |
| | MSC | 15 | 2 |
| | Cosco-OOCL | 12 | 3 |
| Ocean Alliance | CMA CGM | 12 | 4 |
| | Evergreen | 5 | 5 |
| | Hapag-Lloyd | 7 | 6 |
| THE Alliance | ONE | 7 | 7 |
| | Yang Ming | 3 | 8 |

Fuente: Estudio "The Impact of Alliances in Container Shipping" 2018

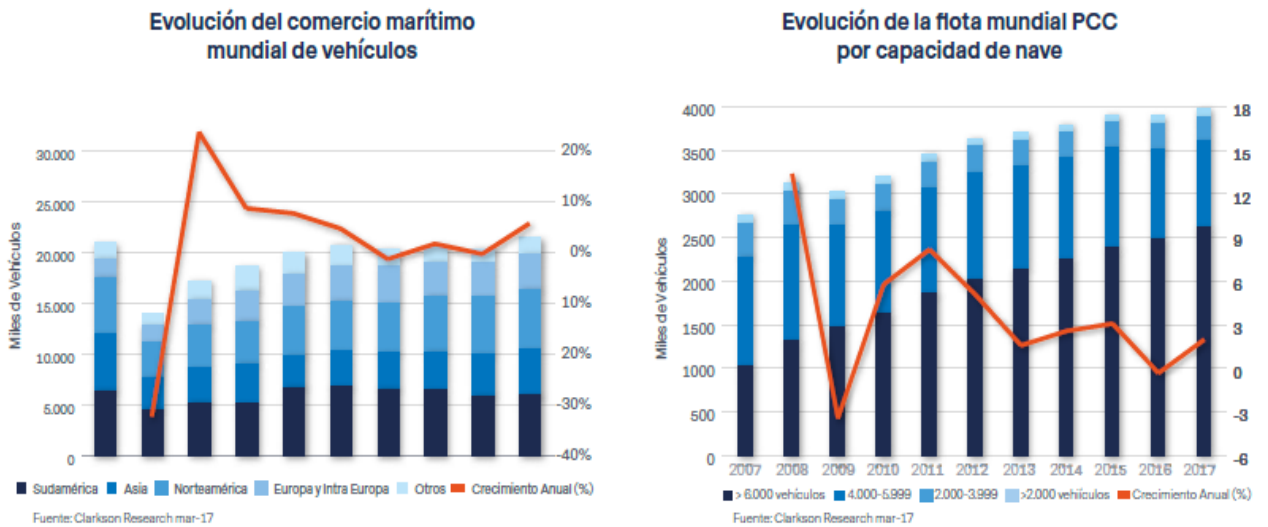
Respecto a la operación de estas Alianzas Navieras desde y hacia Chile se tiene:

- 2M Alliance: operación a través de 185 barcos con una capacidad total de 2.1 millones de TEUS (los barcos cuentan con capacidad entre 4.500 y 10 TEUS c/u); en el ámbito de Exportación posee servicio directo desde cada puerto chileno con destino a Asia con dos salidas semanales de carga refrigerada; en cuanto a Importación el servicio fluctúa entre 29-40 días con amplio acceso a puertos chilenos: Angamos, Antofagasta, Iquique, San Antonio, Valparaíso y San Vicente, posee cuatro servicios directos desde Shanghai, tres servicios directos desde Ningbo, Shekou, Hong Kong y Busan.
- Ocean Alliance: operación a través de 350 barcos con capacidad total de 3.2 millones de TEUS (los barcos cuentan con capacidad por sobre 7.100 TEUS c/u); en el ámbito exportación opera desde Puerto San Antonio hacia Norte América y Asia con tiempos de 38-45 días; En cuanto a la Importación opera con embarques directo desde Asia hacia San Antonio con 31-38 días de tránsito.

- The Alliance: operación a través de 250 barcos con capacidad de 1,4 millones de TEUS; en el ámbito Exportaciones cuenta con 16 Rutas Transpacíficas con salidas frecuentes y tiempos de tránsito más cortos, 33 Servicios de 81 puertos de Asia, Europa y Norteamérica; en cuanto a importaciones cuenta con 59 Puertos entre China, Japón, Usa/Canadá y Centroamérica.

Cabe señalar que una parte particular de la Industria Naviera es el transporte de Vehículos y Camiones, de interés para nosotros, ya que comprende el negocio reflejado por CSAV a nivel operacional. Al 31 de diciembre de 2017, las compañías a nivel global operan en total 783 naves PCTC (Pure Car and Truck Carrier) especializadas en el transporte de carga rodante. De estas, CSAV opera aproximadamente 7 unidades, dedicándose principalmente al transporte desde Asia, Europa, Estados Unidos y la costa este de Sudamérica hacia los mercados de la costa oeste de Sudamérica, siendo Chile y Perú los de mayor volumen.

Tabla 7: Gráficos Evolución Comercio, Flota y Principales Operadores en Transporte de Vehículos



Principales operadores de transporte de vehículos

| Diciembre 2017 | | | |
|----------------|----------|-----------------------|-------|
| Ranking | Operador | Capacidad (vehículos) | |
| 1 | NYK | 654.000 | 16,2% |
| 2 | MOL | 516.000 | 12,8% |
| 3 | Eukor | 476.000 | 11,8% |
| 4 | K-Line | 453.000 | 11,2% |
| 5 | WWL | 402.000 | 10,0% |
| 6 | Glovis | 346.000 | 8,6% |
| 7 | Höegh | 314.000 | 7,8% |
| 8 | Grimaldi | 265.000 | 6,6% |
| 9 | SCC | 80.000 | 2,0% |
| 10 | Toyo | 51.000 | 1,3% |
| 11 | ECL | 50.000 | 1,2% |
| 12 | NMCC | 50.000 | 1,2% |
| 13 | CSAV | 37.800 | 0,9% |

Fuente: Hesnès Shipping AS – Enero 2018 y fuente propia

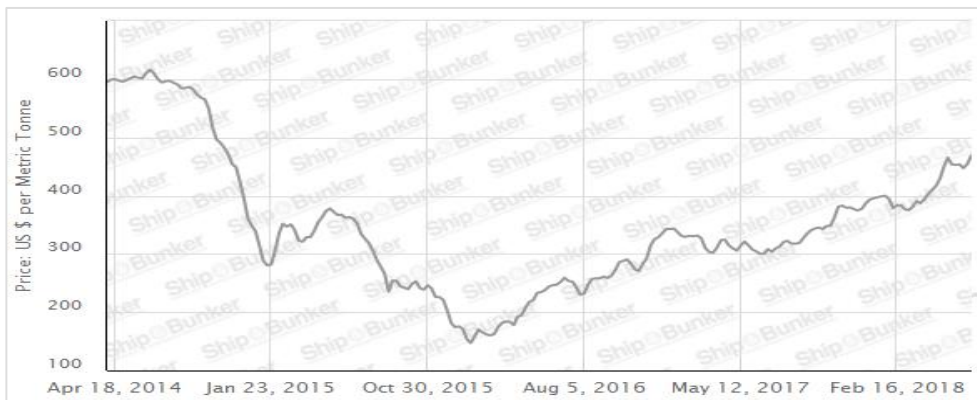
Fuente: Memoria Anual CSAV 2017

Poder de Negociación de Proveedores: Alto

Venta de Barcos: Alto, no existe una amplia oferta de astilleros con las capacidades técnicas para la construcción de buques de gran volumen encontrándose entre los principales Daewoo, Hyundai y Samsung (7 surcoreanos, 2 chinos y 1 japonés en el top 10). Las órdenes son a plazo e incluyen diversas especificaciones dependiendo del tipo de carga, tramp o liner, tipo de buque, etc.

Precio Combustible: Alto, el precio del petróleo es regulado por condiciones de mercado mundial, por lo tanto no es negociable y es altamente volátil. A continuación se muestra la evolución del precio del Bunker 380 de Petróleo (promedio de los 20 puertos más importantes del mundo) medido en dólares por tonelada métrica:

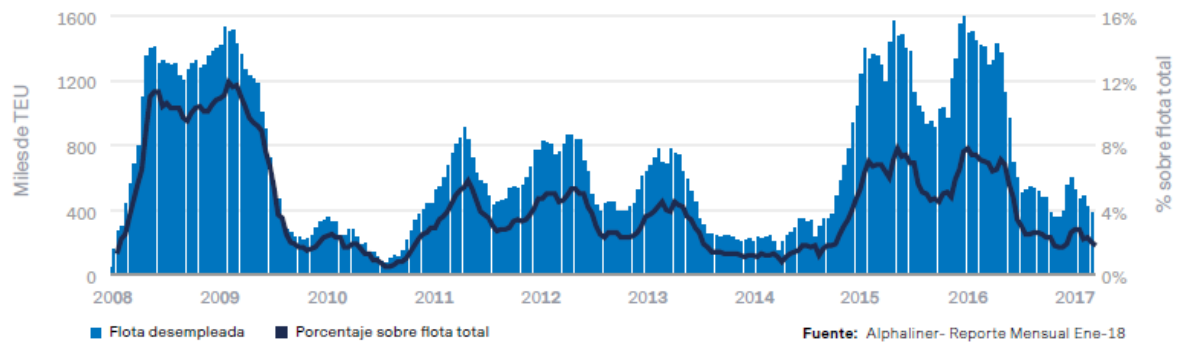
Tabla 8: Evolución Precio Bunker 380 de Petróleo 2014 - 2018



Fuente: www.shipandbunker.com

Flete de Barcos: Bajo. Las tarifas de flete, deducido el costo de combustible correspondiente (tarifas ex-bunker), para la mayoría de los tráficos continúan muy por debajo de los niveles históricos y bastante por debajo del nivel que la industria podría considerar hoy como un equilibrio sostenible.

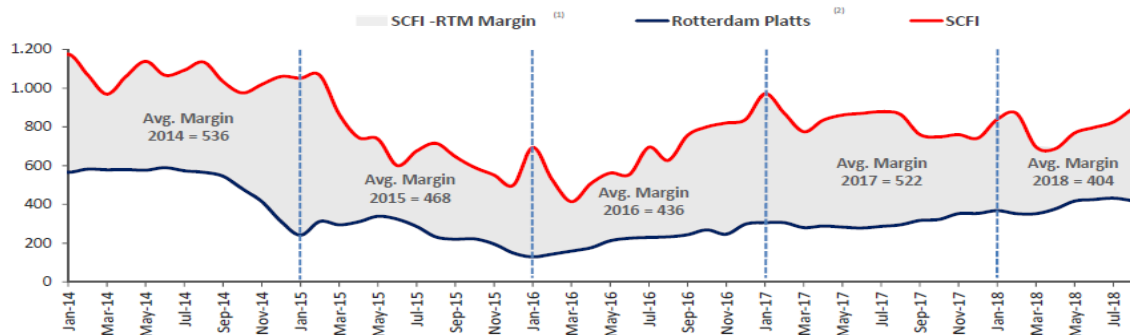
Tabla 9: Evolución Flota Desempleada Mundial 2008 – 2017



Fuente: Memoria CSAV 2017

Una buena medida de la situación del mercado naviero es comparar la evolución de los precios promedio del SCFI (Shanghai Containerized Freight Index), que refleja los precios spot promedio pagados por tonelada métrica transportada desde Shanghai (13 rutas distintas), con la evolución de los precios promedios pagados en USD por tonelada métrica de combustible entregado por Rotterdam Platts, muy similar al Bunker 380 mostrado con anterioridad. Como se puede apreciar el margen o rentabilidad en USD por Tonelada transportada ha tenido una importante volatilidad en los últimos años, explicado por la volatilidad inherente del petróleo y por la baja utilización de la capacidad instalada en la mayoría de los tráficos (producto de la sobreoferta existente).

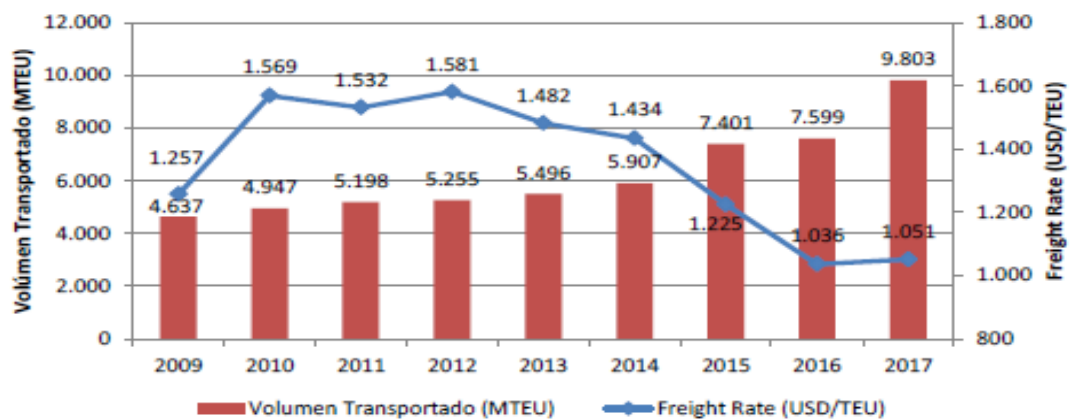
Tabla 10: Gráfico Comparativo Evolución Índice Shanghai Transporte Contenedores vs Evolución Índice Precio Combustibles Rotterdam Platts Enero 2014 – Agosto 2018.



Fuente: Reporte CSAV Junio 2018.

Para el caso de Hapag Lloyd, de especial interés para el análisis de CSAV, se tiene la siguiente evolución de volúmenes y precios para los últimos años, evidenciando el incremento en volumen transportado, pero con deterioro en precios.

Tabla 11: Evolución Tarifas y Volúmenes transportados Hapag Lloyd 2009 – 2017

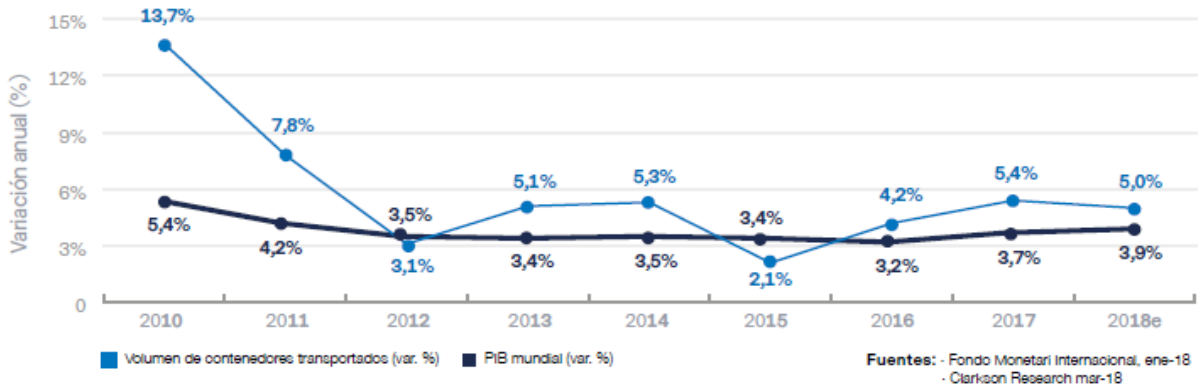


Fuente: Memoria CSAV 2017.

Poder de negociación de los clientes: Alto

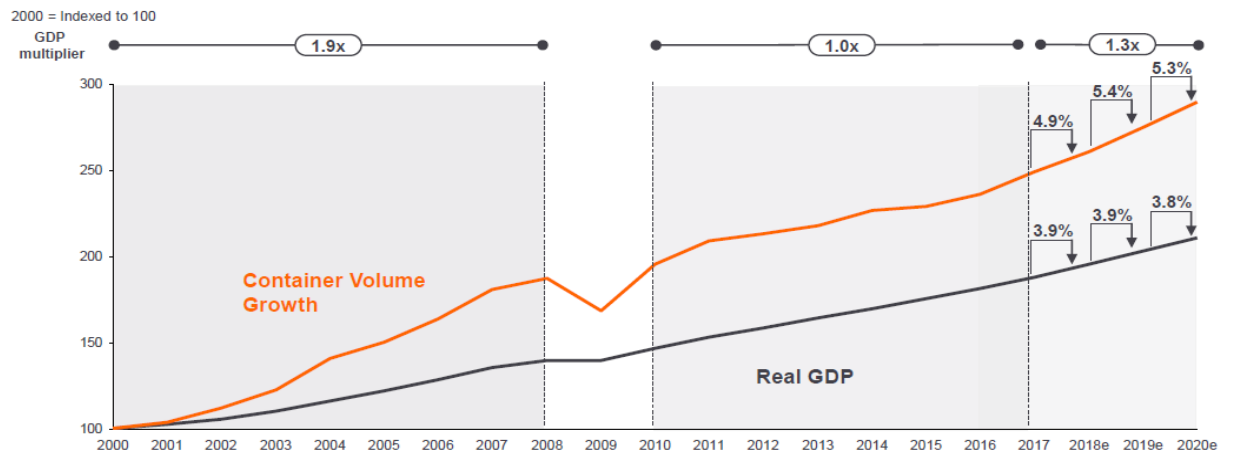
Los clientes, tanto exportadores como importadores de las distintas zonas del mundo (industria retail, mineras, automotrices, etc.), son los que determinan la demanda de transporte y comercio para las distintas rutas de navegación. En este contexto existe una estrecha correlación entre el PIB mundial y el volumen transportado, apreciándose una brecha menor en el último tiempo. Lo anterior se complementa con un crecimiento gradual de la flota y la capacidad en volumen asociada, que inclusive se proyecta por sobre el PIB real en los siguientes tres años (2018e – 2010e).

Tabla 12: Evolución de la Producción y Comercio Mundial



Fuente: Memoria CSAV 2017

Tabla 13: Crecimiento Volumen Transportado vs Crecimiento PIB Real



Fuente: Memoria Hapag Lloyd 2017

Amenaza de sustitutos: Bajo

Los principales sustitutos del transporte marítimo son el aéreo y terrestre, pero estos no son competencia ya que no pueden transportar cargas en grandes volúmenes.

Como complemento al anterior análisis Porter, se procedió a extraer una muestra histórica de los resultados (Ingresos de Operación, Ebitda y Utilidad) de las principales navieras que publican sus Estados Financieros y cuentan con presencia bursátil. El siguiente cuadro resume esta información:

Tabla 14: Resumen resultados y márgenes históricos Navieras 2003 – Jun-18

| EVOLUCION INGRESOS, EBITDA, UTILIDAD y MARGENES / PRINCIPALES NAVIERAS Dic-03 a Jun-18 | | | | | | | | | | | | | | | | |
|----------------------------------------------------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| MMUSD | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | jun-18 |
| MAERSK | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Ingresos | 23.970 | 26.490 | 34.843 | 44.518 | 51.278 | 61.270 | 48.580 | 45.559 | 49.917 | 49.491 | 47.386 | 47.569 | 35.464 | 40.308 | 30.945 | 18.760 |
| Ebitda | 6.016 | 6.735 | 8.342 | 8.653 | 11.919 | 16.478 | 9.193 | 15.201 | 14.104 | 11.797 | 11.372 | 11.919 | 9.074 | 6.767 | 3.532 | 1.552 |
| Ebitda/Ingresos | 25,1% | 25,4% | 23,9% | 19,4% | 23,2% | 26,9% | 18,9% | 33,4% | 28,3% | 23,8% | 24,0% | 25,1% | 25,6% | 16,8% | 11,4% | 8,3% |
| Promedio | | | | | | | | | | | | | | | | 22,5% |
| Utilidad | 3.169 | 4.690 | 3.389 | 2.723 | 3.422 | 3.462 | -1.024 | 5.018 | 3.377 | 4.038 | 3.777 | 5.195 | 925 | -1.897 | 3.221 | 2.788 |
| Utilidad/Ingresos | 13,2% | 17,7% | 9,7% | 6,1% | 6,7% | 5,7% | -2,1% | 11,0% | 6,8% | 8,2% | 8,0% | 10,9% | 2,6% | -4,7% | 10,4% | 14,9% |
| Promedio | | | | | | | | | | | | | | | | 7,8% |
| COSCO SHIPPING | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Ingresos | | 3.888 | 4.853 | 10.110 | 14.815 | 19.331 | 10.024 | 12.824 | 15.340 | 10.616 | 11.284 | 10.791 | 8.859 | 10.048 | 13.886 | 6.823 |
| Ebitda | | 837 | 1.098 | 1.911 | 3.837 | 2.618 | -391 | 1.693 | -1.066 | -688 | 442 | 834 | 1.126 | -335 | 1.229 | 347 |
| Ebitda/Ingresos | | 21,5% | 22,6% | 18,9% | 25,9% | 13,5% | -3,9% | 13,2% | -7,0% | -6,5% | 3,9% | 7,7% | 12,7% | -3,3% | 8,8% | 5,1% |
| Promedio | | | | | | | | | | | | | | | | 8,9% |
| Utilidad Neta | | 599 | 842 | 1.215 | 2.909 | 1.862 | -976 | 1.214 | -1.413 | -1.306 | 476 | 250 | 200 | -1.310 | 742 | 117 |
| Utilidad/Ingresos | | 15,4% | 17,4% | 12,0% | 19,6% | 9,6% | -9,7% | 9,5% | -9,2% | -12,3% | 4,2% | 2,3% | 2,3% | -13,0% | 5,3% | 1,7% |
| Promedio | | | | | | | | | | | | | | | | 3,7% |
| EVERGREEN | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Ingresos | | 1.319 | 1.279 | 1.039 | 859 | 685 | 471 | 584 | 507 | 558 | 4.667 | 4.561 | 4.075 | 3.835 | 5.076 | 2.466 |
| Ebitda | | 333 | 362 | 75 | 103 | 40 | 72 | 59 | 26 | 44 | 202 | 364 | 133 | 20 | 423 | -66 |
| Ebitda/Ingresos | | 25,3% | 28,3% | 7,2% | 11,9% | 5,9% | 15,4% | 10,1% | 5,2% | 7,9% | 4,3% | 8,0% | 3,3% | 0,5% | 8,3% | -2,7% |
| Promedio | | | | | | | | | | | | | | | | 9,3% |
| Utilidad | | 380 | 372 | 13 | 320 | 20 | -308 | 520 | -102 | 4 | -69 | 65 | -144 | -264 | 225 | -58 |
| Utilidad/Ingresos | | 28,8% | 29,1% | 1,2% | 37,3% | 2,8% | -65,4% | 89,1% | -20,1% | 0,8% | -1,5% | 1,4% | -3,5% | -6,9% | 4,4% | -2,3% |
| Promedio | | | | | | | | | | | | | | | | 6,3% |
| HAPAG LLOYD | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Ingresos | | | | | | | 4.770 | 8.138 | 7.976 | 9.045 | 8.976 | 8.238 | 9.601 | 8.161 | 11.990 | 6.334 |
| Ebitda | | | | | | | -160 | 1.175 | 437 | 485 | 532 | 120 | 902 | 641 | 1.268 | 497 |
| Ebitda/Ingresos | | | | | | | -3,4% | 14,4% | 5,5% | 5,4% | 5,9% | 1,5% | 9,4% | 7,9% | 10,6% | 7,8% |
| Promedio | | | | | | | | | | | | | | | | 6,5% |
| Utilidad | | | | | | | -576 | 561 | -38 | -170 | -133 | -731 | 124 | -98 | 39 | -118 |
| Utilidad/Ingresos | | | | | | | -12,1% | 6,9% | -0,5% | -1,9% | -1,5% | -8,9% | 1,3% | -1,2% | 0,3% | -1,9% |
| Promedio | | | | | | | | | | | | | | | | -1,9% |
| PROMEDIO MUESTRA INDUSTRIA | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Ebitda/Ingresos | 25,1% | 24,1% | 25,0% | 15,2% | 20,4% | 15,4% | 6,8% | 17,8% | 8,0% | 7,6% | 9,5% | 10,6% | 12,7% | 5,5% | 9,8% | 4,6% |
| Promedio | | | | | | | | | | | | | | | | 13,6% |
| Utilidad/Ingresos | 13,2% | 20,6% | 18,7% | 6,4% | 21,2% | 6,0% | -22,3% | 29,1% | -5,8% | -1,3% | 2,3% | 1,4% | 0,7% | -6,5% | 5,1% | 3,1% |
| Promedio | | | | | | | | | | | | | | | | 5,8% |

Fuente: Cálculos propios. Cifras extraídas de Memorias Anuales Navieras; conversión MMUSD con TC de cierre de cada periodo (USD/NKK, RMB, NTD, EUR).

*El acceso a información principalmente fue limitado, dado que sólo algunas navieras están abiertas en bolsa y reportan Estados Financieros de forma pública.

Como conclusión, más allá de las diferencias entre las distintas navieras, como la escala, unidades de negocio, pertenencia distintas alianzas, etc., junto a los procesos de cambios internos que ha experimentado cada una de ellas, como procesos de venta de activos, cambios de criterios contables, procesos de fusiones y adquisiciones de cada compañía, etc., destacan: i) la gran inestabilidad en márgenes que año a año muestran las navieras, ii) amplio rango en márgenes promedio, que va desde 22,5% a 6,5% con un promedio en torno a 13,6% para toda la industria, iii) tendencia a la baja en Ebitda/Ingresos en los últimos tres años. En general la evidencia empírica refuerza los anteriores conceptos expuestos en nuestro análisis Porter.

Conclusiones Análisis Porter e Industria: Alta Intensidad de la rivalidad

Como resultado de las distintas fuerzas se tiene una alta rivalidad entre los competidores principalmente caracterizado por:

- Sobre oferta en comparación a la demanda (brecha estructural) que conlleva a ajustes a la baja en precios, efecto negativo que las navieras buscan mitigar a través de economías de escala derivadas de distintas alianzas.
- Sensibilidad de los márgenes al precio del combustible al ser este uno de los principales componentes de la estructura de costos. Cabe señalar que como componente generalmente un porcentaje de las tarifas sujeto a recargos (ajustes de precio) en función de la variación del costo del combustible, conocidos como Bunker Adjustment Factor.
- Por último, destaca la sensibilidad al Tipo de Cambio al operar en distintos mercados y por lo tanto estar parte de su estructurar de costos en moneda local. Esto eventualmente puede ser mitigado a través del uso de derivados.
- Lo anterior se ve ratificado al hacer un análisis de márgenes y resultados históricos a nivel industria, como el anteriormente expuesto.

Principales Actores

Hapag Lloyd (Relacionada)

| | |
|-----------------------------------------------|---------------------------------------------------------|
| Nombre de la Empresa | Hapag Lloyd |
| Ticker o Nemo técnico | HLAG |
| Clase de Acción | 175.760.293 Acciones ordinarias |
| Derechos de cada Clase | Derechos estándar |
| Mercado donde Transa sus acciones | Xetra, Frankfurt, Hamburg |
| Sector e Industria (Clasificación Industrial) | NAVIERA Y LOGISTICA |
| Negocios en que se encuentra | Ingresos Consolidados MMUSD11.990 Ebitda MMUSD 1.268 |

MAERSK

El Grupo A.P. Moller-Maersk es un conglomerado de negocios internacional que tiene actividades en varias áreas, principalmente en los sectores del transporte y la energía. La compañía es conocida como Maersk y es famosa por su gran negocio de transporte marítimo (su división Maersk Line). Desde 1996 es la compañía de transporte marítimo de mercancías más grande del mundo. Maersk tiene su sede principal en Copenhague, Dinamarca, y 306 oficinas en más de 114 países.

En 2012 su cuota de mercado era del 15,7%, con un total de 2.541.551 teu (650 buques: 227 propios y 423 fletados). En 2014 operaba un total de 580 buques (272 en propiedad y 308 fletados), con una capacidad total de 2,8 Mteu. Empleaba a más de 88.000 personas en más de 130 países.

Según los datos de Alphaliner en 2017 la cuota de mercado ha sido del 19,4% con una capacidad total de 4.234.835 teu (799 buques: 305 en propiedad y 474 fletados).

| | |
|-----------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Nombre de la Empresa | MAERSK |
| Ticker o Nomenclador | MAERSK-A.CO MAERSK-B.CO |
| Clase de Acción | Series A y B: Total acciones Mill. 20.82 |
| Derechos de cada Clase | Serie B sin derecho a voto. |
| Mercado donde Transa sus acciones | Copenhagen Stock Exchange |
| Descripción de la Empresa (profile) | A.P. Moller-Maersk A/S es una compañía danesa de servicios como Naviera (logística de containers) y transporte Combustible. Comprende 8 áreas de negocios: Maersk Line, APM Terminals, Damco, Svitzer, Maersk Oil, Maersk Drilling, Maersk Supply Service and Maersk Tankers |
| Sector e Industria (Clasificación Industrial) | NAVIERA Y LOGISTICA |
| Negocios en que se encuentra | Ingresos Consolidados MMUSD 30.945 Ebitda Consolidado 2017 MMUSD 3.532, siendo sus principales divisiones: Operación Containers (Ocean) Ingresos MMUSD 22.023 y Ebitda MMUSD 2.777 + Logística y Servicios MMUSD 5.772 y MMUSD 139 + Terminales y Remolques MMUSD 3.481 y MMUSD 639 + Manufacturas y otros MMUSD 1.689 y MMUSD173. |

MSC

Mediterranean Shipping Company S.A. (MSC), con sede en Ginebra (Suiza), es una empresa privada fundada en 1970. A día de hoy dispone de 480 oficinas en 155 países y emplea a más de 70.000 personas.

En 2012 su cuota de mercado era del 13,9% con una capacidad total de 2.245.061 teu (494 buques: 201 en propiedad y 293 fletados). En 2014 su capacidad total era de 2,43 Mteu (471 buques).

Su capacidad total en 2017 ha sido de 3.190.790 teu (14,7% de cuota de mercado) con un total de 509 (194 en propiedad y el resto bajo contratos de fletamento) buques que cubren 200 rutas y recalcan en 500 puertos.

CMA CGM

El grupo CMA CGM fue fundado por Jacques Saadé en 1978 bajo el nombre de Compagnie Maritime d’Affretement (CMA) que fue adquirida en 1996 por la Compagnie Generale Maritime (CGM). Grupo cerrado con sede está en Marsella, cuenta con representación en más de 160 países a través de una red de más de 755 agencias, con más de 29.000 empleados en todo el mundo (4.500 en Francia). En 2012 se le hizo entrega del que fuera entonces el mayor buque de portacontenedores del mundo el CMA CGM Marco Polo, de 16.000 teu.

En 2012 con una cuota de mercado del 8,2% su capacidad total alcanzaba 1.333.627 teu (390 buques: 91 en propiedad y 299 fletados). En 2014 su capacidad total era de 1,55 Mteu (428 buques).

Su flota a noviembre de 2017 era de 489 buques prestando servicios en más de 420 de los 521 puestos comerciales del mundo, con más de 200 líneas. En 2017 transportaron 2.520.635 teu (11,6% de la cuota de mercado). En total 495 buques, de los cuales 121 son en propiedad y 374 son fletados.

Cosco Shipping Lines

Compañía estatal del gobierno de la República Popular China, fundada el 27 de abril de 1961, cuya sede central se encuentra en Pekín y mantiene presencia en 85 países.

En 2012 su cuota de mercado era del 4,1% con una capacidad de 671.029 teu (152 buques: 98 en propiedad y 54 fletados). En 2013 aumentó hasta los 173 buques con una capacidad total de 786.252 teu.

Según los datos de Alphaliner, a diciembre de 2017 su cuota de mercado ha sido del 8,5% con una capacidad total de 1.854.551 teu. Dispone de un total de buques 344 (84 en propiedad y 260 fletados), realiza 355 rutas y toca 267 puertos.

| | |
|-----------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Nombre de la Empresa | COSCO SHIPPING Holdings Co Ltd |
| Ticker o Nemo-técnico | 601919.SS |
| Clase de Acción | Serie A |
| Derechos de cada Clase | 166.307.266 acciones |
| Mercado donde Transa sus acciones | Shanghai Stock Exchange |
| Descripción de la Empresa (profile) | COSCO SHIPPING Holdings Co., Ltd., corresponde a un holding de inversiones chino con foco en el negocio de transporte de contenedores, a través del Pacífico, Asia y Europa, y con negocios secundarios transporte carga seca, manejo y operación de terminales, leasing de contenedores y la entrega de servicios logísticos. |
| Sector e Industria (Clasificación Industrial) | NAVIERA Y LOGISTICA |
| Negocios en que se encuentra | Ingresos Consolidados MMUSD 13.143 Ebitda MMUSD 1.134 |

Evergreen Line

La compañía fue fundada el 1 de septiembre de 1986 por Yung-Fa Chang. Sus servicios comenzaron con un único buque, el Central Trust sin ruta determinada. En 1981 la compañía cambió de nombre, a Evergreen International SA y desde entonces se expandió adquiriendo varias compañías navieras como Uniglory Marine Corp. (Taiwán), Hatsu Marine Ltd. (Reino Unido) y la italiana Italia Marittima.

La marca Evergreen Line con sede en Taiwán, se estableció en 2007 para incluir cinco navieras del Grupo Evergreen: Evergreen Marine Corp. (Taiwán), Italia Marittima, Evergreen Marine (Reino Unido) y Evergreen Marine (Singapur). En 2012 transportaron 626.009 teu (con un 3,9% de cuota de mercado) y disponía de 167 buques (86 en propiedad y 81 fletados).

En 2014 transportaron 850.000 teu y tenían un total de 190 buques. Los datos correspondientes a 2017 son: 1.072.157 teu de capacidad (194 buques: 106 en propiedad y 88 fletados), con un 4,9% de cuota de mercado.

| | |
|-----------------------------------|----------------------------------|
| Nombre de la Empresa | Evergreen Marine Corp Taiwan Ltd |
| Ticker o Nemo-técnico | Taiwan Stock Exchange |
| Clase de Acción | Serie A |
| Derechos de cada Clase | 330,223,632 acciones |
| Mercado donde Transa sus acciones | Taiwan Stock Exchange |

| | |
|-----------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Descripción de la Empresa (profile) | EVERGREEN MARINE CORP. (TAIWAN) LTD. Es una compañía taiwanesa con foco en el negocio de transporte de contenedores en rutas transpacífico y dentro de Asia. También se dedica a la prestación de servicios logísticos auxiliares, incluidos servicios de manejo de embarcaciones y servicios de transporte terrestre. También opera de un sitio web de comercio electrónico, ShipmentLink.com |
| Sector e Industria (Clasificación Industrial) | NAVIERA Y LOGISTICA |
| Negocios en que se encuentra | Ingresos Consolidados MMUSD 5.076 Ebitda MMUSD 423 |

2.2.3 DESCRIPCION DEL FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA

CSAV al 30 de Junio 2018 posee deuda bancaria (corriente y no corriente) y deuda vía Bonos. Cabe señalar que los financiamientos se explican esencialmente por los aportes de capital comprometidos inicialmente en la adquisición de Hapag Lloyd, año 2014, y los posteriores aumentos en el proceso de fusión de Hapag Lloyd con United Arab Shipping Company S.A.G (UASC), años 2017 - 2016.

Tabla 15: Pasivos Financieros CSAV 2017 - Jun-18

| Pasivos Financieros | 30-06-2018 MUSD | 31-12-2017 MUSD |
|---------------------------------------------|--------------------|--------------------|
| Corriente | | |
| Préstamos Bancarios | 37.448 | 707 |
| Total Corriente | 37.448 | 707 |
| No Corriente | | |
| Préstamos Bancarios | 39.409 | 44.345 |
| Obligaciones con el público / Bonos Serie B | 49.504 | 49.424 |
| Total no Corriente | 88.913 | 93.769 |
| TOTAL | 126.361 | 94.476 |

Fuente: Estados Financieros CSAV a Jun-18

Actualmente CSAV posee una emisión de Bonos vigentes denominada Serie B:

Tabla 16: Resumen CSAV Bonos Serie B

| | Observaciones |
|------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Bono | Serie B |
| Nemotécnico | BVAPO-B |
| Fecha de Emisión | 21/10/2016 |
| Valor Nominal (VN o D) | USD 50.000.000.- 500 Bonos.- USD 100.000 c/u |
| Moneda | USD |
| Tipo de Colocación | Nacional |
| Fecha de Vencimiento | 30/06/2021 |
| Tipo de Bono | Bullet |
| Tasa Cupón (k _d) | 5,2% anual; 2,5671% semestral; 1,2754% trimestral |
| Periodicidad | Primer pago Trimestral intereses 30/12/2016 y después semestrales de intereses hasta 30/06/2021. En este último pago se cancela Capital. CSAV puede realizar rescate anticipado a partir de 30 de Junio de 2018. Comisión 1% sobre Capital rescatado. |
| Número de pagos (N) | 10 cupones |
| Periodo de Gracia | Periodo de gracia para el Capital, que se cancela al vencimiento. |

| Motivo de la Emisión | Sustitución créditos de corto plazo otorgados por Banco Consorcio y Banco Internacional por USD45 millones y USD5 millones, respectivamente. | | | | | | | | |
|------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|----------|--------------------------|----------------|------------------------------|-----------|--------------------------|-----------|
| Clasificación de Riesgo | Feller Rate (BBB-/negativa) y Fitch Ratings (BBB-/negativa) | | | | | | | | |
| Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k _b) | 5,2% anual; 2,5671% semestral; 1,2754% trimestral | | | | | | | | |
| Precio de venta el día de la emisión. | 500 Bonos.- USD 100.000 c/u | | | | | | | | |
| Valor de Mercado | USD 50.000.000.- Bajo la Par | | | | | | | | |
| Covenants asociados a la Emisión | <table border="1"> <thead> <tr> <th>Indicador</th> <th>Covenant</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Nivel de Activos Totales</td> <td>>= MMUSD 1.614</td> </tr> <tr> <td>Activos Libres de Gravámenes</td> <td>>= 1,30 x</td> </tr> <tr> <td>Endeudamiento Financiero</td> <td><= 1,30 x</td> </tr> </tbody> </table> <p>*Pari Passu con condiciones precedentes Deuda Banco Itaú.</p> | Indicador | Covenant | Nivel de Activos Totales | >= MMUSD 1.614 | Activos Libres de Gravámenes | >= 1,30 x | Endeudamiento Financiero | <= 1,30 x |
| Indicador | Covenant | | | | | | | | |
| Nivel de Activos Totales | >= MMUSD 1.614 | | | | | | | | |
| Activos Libres de Gravámenes | >= 1,30 x | | | | | | | | |
| Endeudamiento Financiero | <= 1,30 x | | | | | | | | |

Fuente: CMF Chile, Prospecto Emisión Bonos Vapores.

Tabla 17: Control de Covenants Vigentes por Deuda Bancaria y Bonos de CSAV

| Entidad Financiera | Covenant | Condición | 30-06-2018 | 31-12-2017 |
|---------------------------------|--------------------------------------------------|-----------------------|-------------------|-------------------|
| Banco Itaú Chile MUSD 45.000 | Razón de Endeudamiento (Consolidada) | No mayor que 1,3x | 0,08x | 0,07x |
| | Razón activos libres de garvámenes (consolidada) | Mayor que 1,3x | 17,0x | 22,2x |
| | Total de Activos | Mínimo MUSD 1.614.606 | MUSD 2.252.587 | MUSD 2.265.964 |
| Banco BCP Perú MUSD 31.500 | Razón de Endeudamiento (Consolidada) | No mayor que 1,3x | 0,08x | 0,07x |
| | Razón activos libres de garvámenes (consolidada) | Mayor que 1,3x | 17,0x | 22,2x |
| | Total de Activos | Mínimo MUSD 1.568.000 | MUSD 2.252.587 | MUSD 2.265.964 |
| Bonos Serie B MUSD 50.000 | Razón de Endeudamiento (Consolidada) | No mayor que 1,3x | 0,08x | 0,07x |
| | Razón activos libres de garvámenes (consolidada) | Mayor que 1,3x | 17,0x | 22,2x |
| | Total de Activos | Mínimo MUSD 1.614.302 | MUSD 2.252.587 | MUSD 2.265.964 |

Fuente: Estados Financieros CSAV Jun-18

2.2.4 ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA

Se realizará una estimación de la estructura de capital de CSAV, para lo cual se tiene como base la información de los estados financieros de la sociedad para el cierre del ejercicio entre 2014 y 2017, y el primer semestre de 2018.

Se han seleccionado EE.FF. consolidados bajo norma IFRS. Estos reportan cifras en USD, lo que es consistente con el negocio de la empresa (altamente dolarizado) a lo que se agrega que gran parte de sus activos se denominan en USD. Por lo anterior se desestima transformar a UF para no generar distorsiones en nuestro análisis.

Deuda Financiera

La tabla a continuación muestra el cálculo, a partir de las cuentas del balance de la deuda financiera en MUSD por año, hasta el primer semestre de 2018.

Tabla 18:Detalle Deuda Financiera CSAV 2014 – Jun-18

| MUSD | | | | | |
|--------------------------------------------------|----------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| Detalle Deuda Financiera CSAV | 31-12-2014 | 31-12-2015 | 31-12-2016 | 31-12-2017 | 31-06-2018 |
| Otros Pasivos Financieros (corriente)* | 133.219 | 3.039 | 530 | 707 | 37.448 |
| Banco Itaú | | 409 | 530 | 707 | 5.780 |
| Banco de Crédito del Perú | | | | | 31.668 |
| DNB Bank ASA | 872 | 878 | | | |
| Banco Itaú Unibanco S.A. Nassau Branch | 124.506 | | | | |
| Odfjell Chemical Tankers III | | 758 | | | |
| Obligaciones con el Público | 6.216 | | | | |
| Pasivos por Coberturas | 1.625 | 994 | | | |
| Otros Pasivos Financieros (no corriente)* | 42.869 | 47.604 | 93.607 | 93.769 | 88.913 |
| Banco Itaú | | 44.211 | 44.345 | 44.345 | 39.409 |
| DNB Bank ASA | 4.286 | 3.393 | | | |
| Obligaciones con el Público | 38.583 | | 49.262 | 49.424 | 49.504 |
| TOTAL | 176.088 | 50.643 | 94.137 | 94.476 | 126.361 |
| MUSD | | | | | |
| | 31-12-2014 | 31-12-2015 | 31-12-2016 | 31-12-2017 | 31-06-2018 |
| + Otros Pasivos Financieros (corriente)* | 133.219 | 3.039 | 530 | 707 | 37.448 |
| + Otros Pasivos Financieros (no corriente)* | 42.869 | 47.604 | 93.607 | 93.769 | 88.913 |
| = DEUDA FINANCIERA | 176.088 | 50.643 | 94.137 | 94.476 | 126.361 |

Fuente: Estados Financieros CSAV Jun-18.

Patrimonio Económico

Al Junio 2018 CSAV cuenta con acciones emitidas 36.796.876.188 acciones emitidas.

Tabla 19: Patrimonio Económico CSAV 2014 – Jun-18

| Patrimonio Busátil | 31-12-2014 | 31-12-2015 | 31-12-2016 | 31-12-2017 | 30-06-2018 |
|--------------------|----------------|----------------|----------------|------------------|------------------|
| Nº Acciones | 26.261.999.637 | 30.696.876.188 | 30.696.876.188 | 36.796.876.188 | 36.796.876.188 |
| Precio \$ | 22,9 | 13,7 | 17,5 | 33,2 | 18,6 |
| Total MM\$ | 600.349 | 420.547 | 535.660 | 1.221.288 | 684.790 |
| Total MUSD | 988.425 | 594.547 | 802.740 | 1.985.125 | 1.056.856 |

Fuente: Elaboración propia en base EE.FF. y precios Bolsa de Santiago acción VAPORES.

Estructura de Capital Objetivo

A partir de los cálculos anteriores se resume la estructura de capital de CSAV como sigue:

Tabla 20: Resumen Deuda, Patrimonio, Valor Empresa CSAV 2014-Jun-18

| MUSD | | | | | |
|--------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Valores | 31-12-2014 | 31-12-2015 | 31-12-2016 | 31-12-2017 | 30-06-2018 |
| Deuda (B) | 176.088 | 50.643 | 94.137 | 94.476 | 126.361 |
| Patrimonio (P) | 988.425 | 594.547 | 802.740 | 1.985.125 | 1.056.856 |
| Valor de la Empresa (V) | 1.164.513 | 645.190 | 896.877 | 2.079.601 | 1.183.217 |

* Valor de la empresa calculado como deuda + patrimonio (B+P)

Fuente: Elaboración propia en base a valores Tablas 15 y Tabla 16

Con esa información se calculan la razón de endeudamiento, razón de patrimonio y la razón deuda/patrimonio, definiéndose los valores promedio del periodo en análisis como la estructura objetivo de capital:

Tabla 21: Estructura de Capital Objetivo CSAV 2014- Jun-18

| Veces | | | | | | |
|------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|
| Indicador | 31-12-2014 | 31-12-2015 | 31-12-2016 | 31-12-2017 | 30-06-2018 | Promedio |
| B/V: Razón de Endeudamiento | 0,15 | 0,08 | 0,10 | 0,05 | 0,11 | 0,10 |
| P/V: Razón de Patrimonio | 0,85 | 0,92 | 0,90 | 0,95 | 0,89 | 0,90 |
| B/P: Razón Deuda Patrimonio | 0,18 | 0,09 | 0,12 | 0,05 | 0,12 | 0,11 |

Fuente: Elaboración propia

2.2.5 ESTIMACION DEL COSTO PATRIMONIAL Y DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA

Estimación del Beta Patrimonial de la Empresa

El Beta Patrimonial de la empresa corresponde a una medida de volatilidad, en este caso de la acción VAPORES, respecto del mercado, en este caso del IPSA.

Para estimar nuestro Beta lo primero es con información de los precios de cierre de los días viernes para la acción de Compañía Sudamericana de Vapores, VAPORES, y el índice IPSA obtenida del sitio web de la Bolsa de Santiago, calcular los retornos semanales para ambos desde 02 de Julio 2012 hasta el 25 de Junio 2018. Esos cálculos se han efectuado usando R_t como el retorno semanal del periodo t y P_t el precio de cierre de la acción de la semana t , el retorno queda definido como: $R_t = (P_t/P_{t-1}) - 1$.

Considerando el modelo de mercado calculamos el retorno de la empresa de la siguiente forma:

$$R_{VAPORES} = \alpha + \beta * R_{IPSA} + \varepsilon$$

Se estima el beta de la acción VAPORES entre los años 2014 a 2018, mediante una estimación econométrica, tomando en cuenta un horizonte de información histórica de dos años y cierre de periodo al final de junio de cada año. Esta estimación se realiza mediante Excel. Adicionalmente, con datos de la Bolsa de Santiago, se reporta en la siguiente tabla, la presencia Bursátil también a junio de cada año.

Tabla 22: Resumen Estimación Econométrica Betas CSAV 2014 - 2018

| Indicador | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Beta de la Acción* | 1,265 | 1,111 | 0,678 | 0,644 | 0,980 |
| P-value (significancia) | 4,7E-07 | 3,9E-05 | 3,1E-03 | 3,4E-02 | 5,7E-04 |
| Presencia Bursátil (%)** | 96,67% | 98,89% | 95% | 100% | 100% |

* Betas calculados a Junio de cada año

**Dato Bolsa de Santiago. Para el cálculo de la presencia ajustada se consideran sólo los días con transacciones por un monto igual o superior a UF 1.000, sobre los últimos 180 días hábiles bursátiles

Fuente: Elaboración propia

De los anteriores resultados se extrae que el p-value, probabilidad de rechazar la nula de que el valor es significativo, resulta ser un número muy cercano a cero, con ello se concluye que los valores estimados como beta de la acción para cada año resultan ser significativos

Sin embargo, para tener una visión global de la industria, es importante revisar los valores para las principales navieras, incluida la relacionada Hapag Lloyd. A continuación se muestra un resumen con dicha información desde donde se extrae que el Beta

calculado para VAPORES sería inferior al promedio de 1,27 exhibido para las distintas navieras bajo distintas fuentes de información. También se expone el Beta Industria de Transporte de Damodaran con un valor de 0,95 a Julio 2018, que al estar calculado sobre una base sectorial más amplia podría no estar capturando la volatilidad de la Industria Naviera en particular.

Tabla 23: Betas comparativos 2018 compañías Navieras

| Compañía | Beta | Beta | Beta | Beta Ind Transporte |
|---------------------------------|-------------|-------------|---------------|---------------------|
| | Bloomberg | Reuters | Yahoo Finance | Damodaran |
| Cía Sudamericana de Vapores | 1,03 | - | - | |
| Hapag Lloyd AG | 1,02 | - | 1,08 | |
| APM-MAERSK | 1,24 | 1,06 | 0,94 | |
| Cosco Shipping Holdings | 1,98 | 1,77 | 1,76 | |
| Evergreen Marine Corp Taiwan | 1,2 | 1,22 | 1,6 | |
| Yang Ming Marine Transport Corp | 1,04 | 1,14 | 0,98 | |
| Promedio | 1,25 | 1,30 | 1,27 | 0,95 |

Fuente: Bloomberg, Reuters, Yahoo Finance, Damodaran Jul-18

Estimación del Costo de Capital de la Empresa

En esta estimación se supone una tasa libre de riesgo $R_f = 2,856\%$ (Tasa Treasury Bond 10 años plazo al 30 de Junio 2018) + $1,059\%$ (105,88 puntos base, tasa Credit Default Swap 10 años de Chile al 29 de Junio 2018); $R_f = 3,915\%$. En cuanto al premio por riesgo de mercado se considera $(E(R_m) - r_f) = 6,26\%$ para Chile (Fuente: Premios por riesgo de mercado provistos por Damodaran, a Julio de 2018).

Cabe recalcar que la moneda para estimar nuestra tasa libre de riesgo R_f es en USD, para tener consistencia con la moneda funcional en que CSAV reporta sus Estados Financieros, lo que a su vez se justifica en que gran parte de sus tarifas y costos se encuentran son en USD, a lo que se agrega que casi la totalidad de sus activos se encuentran denominados en dicha moneda.

Costo de la Deuda (K_b)

Para K_b podríamos utilizar como referencia el único Bono emitido por CSAV, serie B, BVAPO-B, que como se mostró con anterioridad fue emitido el 21/10/16, a una tasa de 5,2% anual. Sin embargo este bono fue colocado puntualmente por Credicorp Capital (mercado OTC) y posterior a emisión no se ha vuelto a tranzar, por lo que no se puede estimar una YTM (Yield to Maturity) actualizada. En este escenario surge una segunda alternativa, que consiste en construir una tasa de deuda sintética como sigue:

$$K_b = R_f + \text{Spread Clasificación crediticia CSAV (BBB-)}^8$$

$$K_b = 3,915\% + 1,75\% = 5,665\%$$

Para simplicidad de los cálculos, tanto el premio por riesgo de mercado, así como la tasa libre de riesgo se utilizan en términos reales.

Beta de la Deuda β_b

Utilizando CAPM y la tasa de costo de la deuda se calcula el beta de la deuda de VAPORES.

$$K_B = R_f + (E(Rm) - rf)\beta_b$$

Despejando β_b y reemplazando valores se tiene $\beta_b = (5,665\% - 3,915\%) / (6,26\%)$ o **$\beta_b=0,2796$** .

El Beta de la Deuda β_b mide el premio por riesgo de la deuda emitida por VAPORES como una proporción en relación al premio por riesgo de mercado. Este valor nos servirá con posterioridad para encontrar mediante Rubinstein nuestro $\beta_p^{S/D}$.

Beta de la Acción $\beta_p^{C/D}$

El Beta de la acción mide el grado de volatilidad en la rentabilidad de una acción respecto a la rentabilidad promedio del mercado, en este caso el IPSA. También puede ser entendido como una medida del riesgo sistemático o de mercado, que es aquel riesgo residual no diversificable.

En este sentido el Beta de VAPORES a Junio 2018 con respecto al IPSA, mediante modelo econométrico, fue calculado como $\beta_p^{C/D} = 0,98$.

Sin embargo, dada la amplia diferencia con betas de la Industria, se prefirió trabajar con un valor referencial de $\beta_p^{C/D} = 1,27$, promedio industria para distintas navieras, asumiendo que un mayor Beta captura de mejor forma la mayor sensibilidad del Sector y en este caso de VAPORES.

⁸ Default Spreads by Ratings Class – Sovereign vs. Corporate in January 2018, Equity Risk Premiums, Damodaran Marzo 2018

Beta Patrimonial Sin Deuda $\beta_p^{S/D}$

Para estimar el Beta Patrimonial sin deuda se desapalanca el beta de la acción a junio 2018, con la estructura de capital calculada a la misma fecha, indicada en el capítulo anterior.

Según las fórmulas propuestas por Rubinstein (1973)

$$\beta_p^{C/D} = \beta_p^{S/D} \left[1 + (1 - t_c) \frac{B}{P} \right] - \left[\beta_b (1 - t_c) \frac{B}{P} \right]$$

Donde $\frac{B}{P} = 0,12$, correspondiente a estructura calculada a Junio 2018. Despejando $\beta_p^{S/D}$:

$$\beta_p^{S/D} = \frac{\beta_p^{C/D} + \left[\beta_b (1 - t_c) \frac{B}{P} \right]}{\left[1 + (1 - t_c) \frac{B}{P} \right]}$$

$$\beta_p^{S/D} = \frac{1,27 + [0,2796 * (1 - 0,27) * 0,12]}{[1 + (1 - 0,27) * 0,12]}$$

$$\beta_p^{S/D} = 1,1905$$

Beta Patrimonial con deuda $\beta_p^{C/D*}$

Se estima apalancando o el beta patrimonial sin deuda con estructura de capital objetivo de la empresa promedio calculada $\frac{B^*}{P} = 0,10955$. Utilizando nuevamente la fórmula del punto anterior y reemplazando mismos valores con nueva estructura.

$$\beta_p^{C/D*} = \beta_p^{S/D} \left[1 + (1 - t_c) \frac{B^*}{P} \right] - \left[\beta_b (1 - t_c) \frac{B^*}{P} \right]$$

$$\beta_p^{C/D*} = 1,2633$$

Costo Patrimonial K_p

El modelo CAPM (Capital Assets Pricing Model), nos permite determinar el retorno requerido al invertir en un activo riesgoso, en este caso la acción VAPORES, basándonos en la tasa libre de riesgo, la prima por riesgo de mercado y el Beta de la acción.

Usando el $\beta_p^{C/D*}$ se estima la tasa de costo patrimonial, adicionando un Premio por Riesgo. Este premio comúnmente se adiciona por falta de liquidez de la acción, lo que en nuestro no se justifica. Con lo anterior nuestro cálculo se expresa como:

$$K_p = R_f + (E(R_m) - r_f)\beta_p^{C/D*} + \text{Premio por Riesgo}$$

$$K_p = 3,915\% + 6,26\% * 1,2633$$

$$K_p = 11,823\%$$

Una vez obtenido nuestra Tasa de Costo Patrimonial, podemos pasar a calcular nuestra tasa de descuento objetivo o WACC.

Costo de Capital Promedio Ponderado WACC

El WACC (Weighted Average Cost of Capital) se puede interpretar como la tasa ponderada que refleja el costo de capital las distintas fuentes de financiamiento, deuda y patrimonio, utilizados para financiar la generación de activos para una firma. En este sentido su cálculo es esencial bajo la metodología de Flujo de Caja Descontados (FCD), ya que se estará aumentando la riqueza del accionista en la medida que la tasa de retorno de los flujos de la empresa sea superior al costo para financiarla o WACC calculado.

El WACC se calcula como sigue:

$$WACC = K_p \frac{P}{V} + K_b(1 - t_c) \frac{B}{V}$$

Reemplazando por los valores objetivo para nuestra estructura de capital $B/V = 0,10$ y $P/V = 0,90$, junto a las tasas K_p y K_b nos queda:

$$WACC = 11,823\% * 0,903 + 5,665\% * (1 - 27\%) * 0,097$$

$$WACC = 11,07\%$$

Hay que recordar que esta tasa de descuento es para valorización en moneda USD.

2.2.6 ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA

La metodología de Flujos de Caja Descontados (FCD) comprende la estimación y proyección del Estado de Resultados de CSAV. Para esos efectos es necesario entender cuáles son las perspectivas de crecimiento del negocio y, por ende modelar los ingresos del mismo, así como cuáles son sus costos de operación y sus activos tanto operacionales como no operacionales. En esta sección se detalla el análisis de cada uno de esos componentes con el propósito de sustentar el trabajo de proyección de los EE.RR y posteriormente de la valorización por FCD.

Análisis de crecimiento

En la tabla a continuación se muestran las tasas de crecimiento de los ingresos de actividades ordinarias de CSAV. Cabe señalar que estos ingresos reflejan el Transporte de Vehículos a partir de tres servicios de importación desde Asia, Europa y Norteamérica hacia Sudamérica, siendo los principales destinos Chile y Perú

Tabla 24: Análisis de crecimiento ingresos CSAV 2014 – Jun-18

| Detalle Valores y Tasas de Crecimiento Real Ingresos por Zona | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | jun-18 |
|------------------------------------------------------------------|---------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Total Ingresos de actividades ordinarias (Var %) | | -29,0% | -34,5% | 0,5% | -12,7% |
| Cálculo Ingresos (MUF) | 235.280 | 166.986 | 109.299 | 109.877 | 44.612 |
| Asia (Var %) | | 26,9% | -35,4% | -8,0% | -21,6% |
| Cálculo Ingresos Asia (MUF) | 34.957 | 44.347 | 28.658 | 26.357 | 9.634 |
| Europa (Var %) | | -27,1% | 3,8% | 17,9% | -10,0% |
| Cálculo Ingresos Europa (MUF) | 52.776 | 38.484 | 39.933 | 47.072 | 19.639 |
| América (Var %) | | -43,6% | -51,0% | -10,5% | -9,7% |
| Cálculo Ingresos América(MUF) | 147.547 | 83.155 | 40.708 | 36.448 | 15.339 |

Fuente: Memorias CSAV 2014 – 2017 y Estados Financieros CSAV Jun-18

Análisis y Perspectivas de crecimiento de la Industria

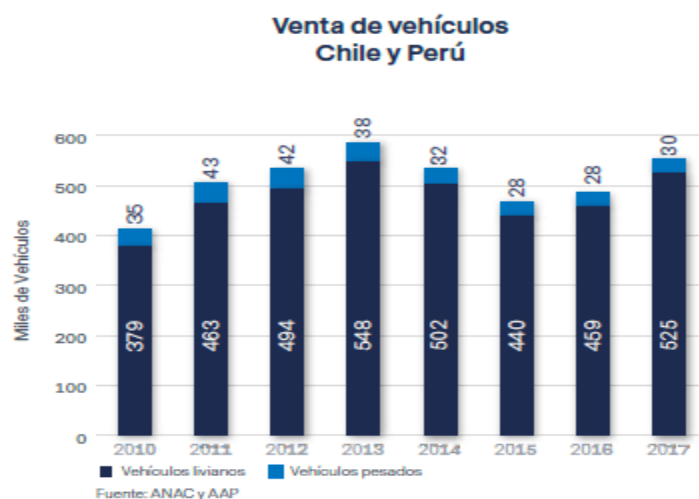
Uno de los problemas de analizar la Industria Naviera y la operación en Chile en particular, es la escasa información respecto a los ingresos y márgenes que tiene cada una de las navieras que opera en puertos nacionales y más aún respecto a la línea Transporte de Vehículos en particular.

Una forma de mitigar esta falta de información y dado que los Ingresos Ordinarios de CSAV están atados a la evolución del Mercado Automotriz y la venta de Automóviles nuevos. En base a las estadísticas ANAC podemos construir el siguiente cuadro evolutivo de ventas:

Tabla 25: Tabla y Gráfico Evolución Ventas Mercado Automotriz Chile

| Industria Automotriz | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | jun-18 | Promedio |
|------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------|
| Unidades Autos Nuevos | 378.240 | 337.240 | 282.232 | 305.540 | 360.900 | 202.130 | |
| Crecimiento % | | -10,8% | -16,3% | 8,3% | 18,1% | 24,3% | 4,7% |
| Unidades Camiones | 14.753 | 12.710 | 12.819 | 11.521 | 13.144 | 7.117 | |
| Crecimiento % | | -13,8% | 0,9% | -10,1% | 14,1% | 16,9% | 1,6% |
| Unidades Buses | | 3.168 | 2.733 | 2.457 | 2.743 | 1.426 | |
| Crecimiento % | | | -13,7% | -10,1% | 11,6% | 23,5% | 2,8% |

Fuente: Elaboración propia con datos ANAC



Fuente: Memoria CSAV 2017

Esto se complementa con las estadísticas entregadas por el Fondo Monetario Internacional respecto al crecimiento histórico de Chile y Perú.

Tabla 26: Crecimientos Reales y proyectados PIB: Chile y Perú 2012 – 2023e

| Crecimiento Real PIB | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018e | 2019e | 2020e | 2021e | 2022e | 2023e |
|----------------------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Chile | 5,3 | 4,1 | 1,8 | 2,3 | 1,3 | 1,5 | 4 | 3,4 | 3,2 | 3 | 3 | 3 |
| Peru | 6 | 5,8 | 2,4 | 3,3 | 4 | 2,5 | 4,1 | 4,1 | 4,1 | 4,1 | 4 | 4 |

Fuente: Estadísticas Fondo Monetario Internacional, Abril 2018.

Análisis de Costos de Operación

Los costos de operación se pueden definir como aquellos costos directos e indirectos necesarios para el transporte de vehículos que realiza CSAV en sus distintas rutas.

Analizando los Estados Financieros de Compañía Sudamericana de Vapores los costos de operación que podemos identificar son:

- i) Costo de Carga, Intermodal y otros relacionados: corresponde al costo de movimiento de carga y descarga realizado en los distintos puertos donde opera CSAV.
- ii) Costo de Arriendo de Naves, costo de Puertos, canales y otros relacionados: principalmente este costo está asociado al arriendo de 6 buques para la operación de Transporte de Vehículos, con plazos en sus contratos que van desde 2 meses hasta un periodo de 2 años. Las modalidades son con tarifa fija. El costo de tripular y operar

la nave, conocido como running cost, se estima que varía entre los USD 7.000 a USD9.000 al día, y puede ser contratado junto ("time charter") o separado ("bareboat charter") con el arrendamiento del activo. En esta nota, y para los efectos de presentar el gasto total por compromisos de arriendos operativos de activos, se incluyen también los costos de running cost cuando los contratos están en términos de time charter, es decir, cuando forman parte de las obligaciones del mismo contrato de arriendo.

Tabla 27: Compromisos arriendos Naves CSAV

| MUSD | | | |
|-----------------------|-------------------|----------------|---------------|
| 30.06.2018 | Total Compromisos | Total Ingresos | Total Neto |
| | MUSD | MUSD | MUSD |
| Menosde un año | 20.418 | - | 20.418 |
| Entre uno y tres años | 1.728 | - | 1.728 |
| Total | 22.146 | | 22.146 |

Fuente: Estados Financieros CSAV Jun-18

- iii) **Costos de Combustible:** La Compañía utiliza en las naves que opera principalmente los combustibles denominados IFO 380, IFO 580 y MGO/LS. En los servicios de transporte operados por CSAV, la mayor parte de las ventas de flete marítimo se realizan a través de contratos, estando generalmente un porcentaje de las tarifas sujeto a recargos (ajustes de precio) en función de la variación del costo del combustible, conocidos como Bunker Adjustment Factor (BAF). En aquellos contratos con recargo BAF, este recargo es normalmente efectivo para cubrir el riesgo de volatilidad del precio de los combustibles; no obstante lo anterior, su efectividad puede verse afectada por diferencias temporales entre su período de actualización y las variaciones de precio del combustible.
- iv) **Otros Costos**

Tabla 28: Desglose Costo de Ventas CSAV 2014 a Jun-18

| MUSD | | | | | |
|-----------------------------------------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|
| | 31.12.2014 | 31.12.2015 | 31.12.2016 | 31.12.2017 | 30.06.2018 |
| Costo de ventas | 237.126 | 164.192 | 105.932 | 102.603 | 41.474 |
| <i>Costo de Carga, Intermodal y otros relacionados</i> | 64.015 | 38.214 | 12.363 | 15.488 | 6.696 |
| <i>Costo de Arriendo de Naves, costo de Puertos, canales y otros relacionados</i> | 112.088 | 98.885 | 80.377 | 66.767 | 24.429 |
| <i>Costos de Combustible</i> | 51.084 | 24.445 | 14.841 | 19.275 | 10.031 |
| <i>Otros Costos</i> | 9.939 | 2.648 | -1.649 | 1.073 | 318 |

Fuente: Memorias CSAV 2014 – 2017 y Estados Financieros CSAV a Jun-18

En cuanto a los costos de Administración enfrentados por CSAV tenemos:

- i) Gastos de Remuneraciones del personal: El personal total de la Compañía y sus subsidiarias, al 30 de junio de 2018 y al 31 de diciembre de 2017, alcanza a 44 y 63 trabajadores respectivamente.
- ii) Gastos por Asesorías y Servicios
- iii) Gastos de Comunicación e Información
- iv) Depreciación y Amortización
- v) Otros

Para el período terminado al 30 de junio de 2018 del monto de gasto de Administración y Ventas, el segmento de negocio portacontenedores representa un 35% y el segmento de otros servicios de transporte (que incluye las actividades de transporte de vehículos y otros) representa un 65% del gasto de administración total, respectivamente.

Tabla 29: Desglose Gastos de Administración y Ventas CSAV 2014 a Jun-18

MUSD

| | 31.12.2014 | 31.12.2015 | 31.12.2016 | 31.12.2017 | 30.06.2018 |
|----------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|
| Gastos de administración | 19.157 | 19.347 | 11.733 | 10.672 | 4.885 |
| <i>Gastos de Remuneraciones del personal</i> | 6.691 | 7.056 | 5.180 | 4.681 | 1.998 |
| <i>Gastos por Asesorías y Servicios</i> | 5.486 | 6.080 | 2.503 | 2.774 | 1.053 |
| <i>Gastos de Comunicación e Información</i> | 2.670 | 1.927 | 374 | 418 | 136 |
| <i>Depreciación y Amortización</i> | 267 | 284 | 244 | 212 | 100 |
| <i>Otros</i> | 4.043 | 4.303 | 3.432 | 2.587 | 1.598 |

Fuente: Memorias CSAV 2014 – 2017 y Estados Financieros CSAV a Jun-18

Análisis de Cuentas no operacionales

En esta sección se busca distinguir entre cuentas operacionales y no operacionales.

Se considerará partidas operacionales a aquellas que guarden directa relación con el negocio principal de CSAV, clasificando como no operacional aquellas que no cumplan con este criterio.

Esto se complementará con la clasificación de recurrentes y no recurrentes, según grado de frecuencia, que puede ser ganancias o pérdidas derivadas de sucesos o transacciones diferentes de las actividades de negocio de CSAV.

Tabla 30: Clasificación partidas Estado de Resultado CSAV

| Estado de Resultados | Tipo de Cuenta | Frecuencia |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------|-------------------|
| Ingresos de actividades ordinarias | Operacional | Recurrente |
| Costo de ventas | Operacional | Recurrente |
| Otros ingresos | Operacional | Recurrente |
| Gastos de administración | Operacional | Recurrente |
| Otras ganancias (pérdidas) | No Operacional | No Recurrente |
| Ingresos financieros | No Operacional | Recurrente |
| Costos financieros | No Operacional | Recurrente |
| Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación | Operacional | Recurrente |
| Diferencias de cambio | No Operacional | Recurrente |
| Gasto por impuestos a las ganancias | No Operacional | Recurrente |

Fuente: Estados de Resultados CSAV Jun-18

- Otras Ganancias (pérdidas): resultados asociados a otros servicios de transporte.
- Ingresos y Costos Financieros: intereses por Depósitos a Plazo e intereses derivados de obligaciones financieras.
- Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen usando el método de la participación: esta cuenta es de especial interés ya que su clasificación como operacional se justifica en que refleja mayoritariamente el resultado devengado por Hapag Lloyd en el negocio de Transporte de Carga en Contenedores, que es considerado el foco estratégico y de crecimiento futuro de CSAV.
- Diferencias de Cambio: por partidas en monedas extranjeras.

Análisis de Activos

Tabla 31: Análisis de cuentas de Activos CSAV Jun-18

| MUSD | | | |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------|----------------|-----------------------------------------------------------------------------|
| Activos corrientes | 30.06.2018 | Clasificación | Descripción |
| Efectivo y equivalentes al efectivo | 26.722 | No Operacional | Caja y Depósitos a Plazo |
| Otros activos no financieros corrientes | 1.129 | Operacional | Seguros para cubrir operación naviera y pago anticipado de arriendo naves |
| Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes | 15.372 | Operacional | Distintos clientes |
| Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes | 78 | Operacional | Saldos por Servicios, Préstamos entre relacionadas, etc |
| Inventarios corrientes | 4.458 | Operacional | Combustible |
| Activos por impuestos corrientes | 112 | Operacional | - |
| Activos no corrientes o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta o como mantenidos para distribuir a los propietarios | 808 | No Operacional | Activos disponibles por operaciones discontinuadas principalmente Norgistic |
| Activos corrientes totales | 48.679 | | |
| Activos no corrientes | | | |
| Otros activos financieros no corrientes | 63 | Operacional | Instrumentos de Cobertura |
| Otros activos no financieros no corrientes | 1,00 | No Operacional | Sin detalle |
| Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación | 1.934.747 | Operacional | 25,86% en Hapag Lloyd AG, Negocio Portacontenedores |
| Plusvalía | 17,0 | No Operacional | Norgistic, negocio discontinuado |
| Propiedades, planta y equipo | 2258 | Operacional | Edificios y oficinas CSAV |
| Propiedad de inversión | 15667 | Operacional | Propiedades mantenidas para arriendo que generar Otros Ingresos por Función |
| Activos por impuestos diferidos | 251.155 | Operacional | Operacional |
| Total de activos no corrientes | 2.203.908 | | |
| Total de activos | 2.252.587 | | |

Fuente: elaborado en base a Estados Financieros Jun-18

Activos No operacionales

- Efectivo y Equivalentes al efectivo: corresponden a caja y valores negociables que son inversiones realizadas por CSAV con sus excedentes históricos. La Compañía mantiene una política para la administración de sus activos financieros, que incluye depósitos a plazo y pactos de retro compra, y mantiene sus cuentas corrientes e inversiones en instituciones financieras con clasificación de riesgo de grado de inversión
- Otros activos no corrientes mantenidos para la venta: durante 2017 CSAV discontinuó negocios siendo el principal Norgistic. Esta partida refleja los activos para la venta asociados a dicho negocio que ya no realizará la compañía.
- Plusvalía: Norgistic que corresponde a negocio discontinuado.

2.2.7 PROYECCIÓN DE ESTADO DE RESULTADOS

Sobre la base de la información financiera de la empresa desde 2014 hasta junio 2018 se proyecta el Estado de Resultados (EERR) en MUSD para los años 2018 (cierre diciembre) hasta 2022.

Proyección de Ingresos, Costos de Operación y Gavs de CSAV

Una limitante importante en la proyección de Resultados para CSAV es la falta de información específica sobre el negocio de Transporte de Vehículos y Camiones, participaciones por competidor, márgenes, etc.

A pesar de lo anterior se ha construido la evolución referencial de Ingresos Operacionales/Actividades operacionales, Costos de Ventas y Gastos de Administración y ventas:

Tabla 32: Resumen Evolución y Supuestos de Ingresos, Costos de Ventas y GAVs CSAV 2014 – Jun-18

| MUSD | | | | | | |
|---------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|--|
| Supuestos | 31.12.2014 | 31.12.2015 | 31.12.2016 | 31.12.2017 | 30.06.2018 | |
| Ingresos Actividades Ordinarias | | -29,0% | -34,5% | 0,5% | -16,3% | |
| Costos de Ventas (% Ingresos) | 100,8% | 98,3% | 96,9% | 93,4% | 93,0% | |
| Tasa de decrecimiento | | -2,5% | -1,4% | -3,5% | -0,4% | |
| GAVs (% Ingresos) | 8,1% | 11,6% | 10,7% | 9,7% | 10,9% | |

| MUSD | | | | | | |
|---------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Supuestos | 30.06.2018 | 31.12.2018 | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 31.12.2021 | 31.12.2022 |
| Ingresos Actividades Ordinarias | -16,3% | -10,0% | 2,25% | 2,25% | 1,75% | 1,75% |
| Costos de Ventas (% Ingresos) | 93,0% | 91,1% | 89,4% | 87,6% | 85,9% | 84,2% |
| Tasa de decrecimiento | -0,4% | -2,0% | -2,0% | -2,0% | -2,0% | -2,0% |
| GAVs (% Ingresos) | 10,9% | 10,2% | 10,2% | 10,2% | 10,2% | 10,2% |

Fuente: Memorias CSAV 2014 – 2017 y Estados Financieros CSAV a Jun-18

Teniendo lo anterior en consideración, la proyección del ingreso de operación considera los siguientes supuestos:

- Teniendo en consideración la caída en Ingresos a Jun-18 por -16,3%, se proyecta una recuperación parcial durante II Semestre para cerrar en -10% (consistente con crecimiento histórico en venta de automóviles nuevos según ANAC).
- Se utiliza como base el crecimiento para las ventas de CSAV el promedio de la Industria Automotriz en Chile en torno a 4,5% para los dos primeros años, para después ajustarse al crecimiento promedio del PIB de 3,5% a partir de 2021.
- Cabe considerar que este es un escenario optimista en la medida que no considera posible deterioro en precios que son inherentes a la Industria Naviera por la fuerte competencia en cada ruta. En base a esto parece razonable recortar las tasas de crecimiento de ingresos de CSAV en un 50% anual, quedándonos finalmente con un crecimiento para 2019 – 2020 de 2,25% y 2020 en adelante de 1,75%.

Tabla 33: Proyecciones CSAV 2018 - 2022

| MUSD | | | | | | | Supuestos |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| ESTADO DE RESULTADOS | 30.06.2018 | 31.12.2018 | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 31.12.2021 | 31.12.2022 | |
| Ingresos de actividades ordinarias | 44.612 | 98.889 | 101.114 | 103.389 | 105.199 | 107.040 | Para 2018 se considera una recuperación respecto del -16,3% del I Semestre, cerrando con una caída del 10%. Para los siguientes años se considera crecimiento moderado decreciente (criterio conservador) |
| Asia | 9.634 | 23.721 | 24.255 | 24.801 | 25.235 | 25.676 | |
| Europa | 19.639 | 42.365 | 43.318 | 44.293 | 45.068 | 45.856 | |
| América | 15.339 | 32.803 | 33.541 | 34.296 | 34.896 | 35.507 | |
| Chile | 522 | 1.260 | 1.288 | 1.317 | 1.340 | 1.364 | |
| Otros en América | 14.817 | 31.543 | 32.253 | 32.979 | 33.556 | 34.143 | |
| Costo de ventas | 41.474 | 90.136 | 90.363 | 90.590 | 90.374 | 90.158 | Se mantiene la tendencia mostrada en los últimos años de decrecimiento de -2% en promedio |
| Costo de Carga, Intermodal y otros relacionados | 6.696 | 13.606 | 13.640 | 13.675 | 13.642 | 13.609 | |
| Costo de Arriendo de Naves, costo de Puertos, canales y otros relacionados | 24.429 | 58.655 | 58.802 | 58.950 | 58.809 | 58.669 | |
| Costos de Combustible | 10.031 | 16.933 | 16.976 | 17.018 | 16.978 | 16.937 | |
| Otros Costos | 318 | 943 | 945 | 947 | 945 | 943 | |
| Ganancia bruta | 3.138 | 8.753 | 10.751 | 12.799 | 14.825 | 16.882 | Corresponde a ingresos por arriendo de inmuebles, activos que no se piensa liquidar, por lo que serían un flujo permanente. Se considera el doble del registrado en I Semestre 2018. |
| Otros ingresos por función | 691 | 1.382 | 1.382 | 1.382 | 1.382 | 1.382 | |
| Gastos de administración | 4.885 | 10.112 | 10.339 | 10.572 | 10.757 | 10.945 | Se proyecta mantener proporción de gastos en relación a los ingresos 10,2% |
| Gastos de Remuneraciones del personal | 1.998 | 4.435 | 4.535 | 4.637 | 4.718 | 4.801 | |
| Gastos por Asesorías y Servicios | 1.053 | 2.628 | 2.687 | 2.748 | 2.796 | 2.845 | |
| Gastos de Comunicación e Información | 136 | 396 | 405 | 414 | 421 | 429 | |
| Depreciación y Amortización | 100 | 200 | 200 | 200 | 200 | 200 | |
| Otros | 1.598 | 2.452 | 2.512 | 2.573 | 2.621 | 2.671 | |
| Otros gastos, por función | - | - | - | - | - | - | Doble de I Semestre 2018. Flujo permanente |
| Otras ganancias (pérdidas) | 10 | 10 | - | - | - | - | |
| Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales | -1.046 | 33 | 1.794 | 3.609 | 5.450 | 7.319 | Doble de I Semestre 2019. Egreso permanente |
| Ingresos financieros | 316 | 632 | 632 | 632 | 632 | 632 | |
| Costos financieros | 2.735 | 5.470 | 5.470 | 5.470 | 5.470 | 5.470 | Corresponde a participación de 25,86% sobre el Resultado proyectado para Hapag Lloyd. Ver proyecciones adjuntas. |
| Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación | -31.897 | 33.556 | 51.426 | 85.012 | 98.427 | 112.445 | |
| Diferencias de cambio | -652 | -652 | - | - | - | - | Para 2018 se mantiene lo registrado I Semestre |
| Ganancia (pérdida), antes de impuestos | -36.014 | 28.100 | 48.383 | 83.783 | 99.039 | 114.926 | Impuesto del 27% |
| Gasto por impuestos a las ganancias | -3.946 | 7.587 | 13.063 | 22.621 | 26.740 | 31.030 | |
| Ganancia (pérdida) procedente de operaciones continuadas | -32.068 | 20.513 | 35.319 | 61.162 | 72.298 | 83.896 | No se proyecta |
| Ganancia (pérdida) procedente de operaciones discontinuadas | -33 | - | - | - | - | - | |
| Ganancia (pérdida) | -32.101 | 20.513 | 35.319 | 61.162 | 72.298 | 83.896 | |

Proyecciones Hapag Lloyd

Como se mencionaba con anterioridad un importante activo para CSAV corresponde a su participación a Hapag Lloyd y el efecto decisivo que está última tiene tanto en el reconocimiento del resultado proporcional a nivel de Estado de Resultados histórico y proyectado, así como en el flujo de dividendos que afectará nuestra estimación de Flujo de Caja Libre y por consiguiente la Valorización de Empresa y acción.

Tabla 34: Detalle Resumen Evolución y Supuestos de Ingresos, Costos de Ventas y GAVs Hapag Lloyd 2015 – 2022e

| MMUSD | | | | | | | | | |
|--------------------------------------------------|----------------|----------------|-----------------|----------------|-----------------------------------------------|------------|------------|------------|------------|
| REVENUES | 31.12.2015 | 31.12.2016 | 31.12.2017 | 30.06.2018 | 31.12.2018 | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 31.12.2021 | 31.12.2022 |
| Transport volume per trade (TTEU) | 7.401 | 7.599 | 9.802 | 5.838 | | | | | |
| Atlantic | 1.541 | 1.534 | 1.696 | 914 | | | | | |
| Transpacific | 1.390 | 1.494 | 1.709 | 939 | | | | | |
| Far and Middle East | 1.283 | 1.298 | 2.537 | 1.788 | | | | | |
| Latin America | 2.247 | 2.248 | 2.466 | 1.352 | | | | | |
| Intra Asia | 573 | 608 | 850 | 524 | | | | | |
| EMAO (Europe – Mediterranean – Africa – Oceania) | 367 | 417 | 544 | 321 | | | | | |
| <i>Var %</i> | 25,3% | 2,7% | 29,0% | 38,3% | | | | | |
| Freight Rate per trade (USD/TTEU) | 1.225 | 1.225 | 1.051 | 1.020 | | | | | |
| Atlantic | 1.504 | 1.338 | 1.302 | 1.298 | | | | | |
| Transpacific | 1.599 | 1.222 | 1.241 | 1.229 | | | | | |
| Far and Middle East | 942 | 765 | 913 | 838 | | | | | |
| Latin America | 1.111 | 1.001 | 1.049 | 1.110 | | | | | |
| Intra Asia | 655 | 538 | 578 | 512 | | | | | |
| EMAO (Europe – Mediterranean – Africa – Oceania) | 1.210 | 1.052 | 1.067 | 1.079 | | | | | |
| <i>Var %</i> | -14,2% | 0,0% | -14,2% | -4,2% | | | | | |
| Revenue per Trade MMUSD | 9.601,3 | 8.161,1 | 11.990,1 | 6.334,4 | | | | | |
| Atlantic | 2.267,4 | 1.959,7 | 2.350,7 | 1.143,8 | | | | | |
| Transpacific | 2.174,2 | 1.742,9 | 2.257,1 | 1.112,4 | | | | | |
| Far and Middle East | 1.181,5 | 909,5 | 2.465,4 | 1.453,4 | | | | | |
| Latin America | 2.442,9 | 2.148,3 | 2.754,6 | 1.447,0 | | | | | |
| Intra Asia | 367,5 | 340,2 | 523,1 | 258,9 | | | | | |
| EMAO (Europe – Mediterranean – Africa – Oceania) | 434,4 | 419,1 | 618,4 | 334,2 | | | | | |
| Other | 733,5 | 641,5 | 1.020,9 | 584,8 | | | | | |
| <i>Var %</i> | 16,6% | -15,0% | 46,9% | 22,9% | | | | | |
| | | | | 17,8% | 14,6% | 7,3% | 6,8% | 4,5% | 4,5% |
| | | | | | % GROWTH REVENUES | | | | |
| EXPENSES MMUSD | 31.12.2015 | 31.12.2016 | 31.12.2017 | 30.06.2018 | | | | | |
| Expenses for raw materials and supplies | 1.067,9 | 687,9 | 1.184,1 | 758,2 | | | | | |
| Cost of purchased services | 6.190,6 | 5.676,1 | 6.805,9 | 3.753,6 | | | | | |
| Port, canal and terminal costs | 2.766,2 | 2.651,7 | 3.472,9 | 1.979,8 | | | | | |
| Container transport costs | 2.148,4 | 1.899,1 | 2.236,3 | 493,0 | | | | | |
| Chartering, leases and container rentals | 1.119,6 | 934,9 | 836,2 | 1.200,7 | | | | | |
| Maintenance/repair/other | 156,4 | 190,4 | 260,5 | 80,1 | | | | | |
| TRANSPORT EXPENSES | 7.258,5 | 6.364,0 | 7.990,0 | 4.511,8 | | | | | |
| <i>Var % Expenses of raw materials</i> | -21,6% | -35,6% | 72,1% | 40,9% | | | | | |
| <i>Var % Cost Purchase Ss</i> | 31,8% | -8,3% | 19,9% | 18,0% | | | | | |
| <i>Var % Total Transport Expenses</i> | 19,8% | -12,3% | 25,5% | 21,3% | | | | | |
| | | | | 23,4% | 15,6% | 6,3% | 5,8% | 4,5% | 4,5% |
| | | | | | % GROWTH TRANSPORT EXPENSES | | | | |
| PERSONNEL EXPENSES | 484,4 | 496,1 | 679,8 | 321,9 | | | | | |
| <i>% Revenues</i> | 5,0% | 6,1% | 5,7% | 5,1% | % PERSONNEL EXPENSES OF TOTAL REVENUES | | | | |
| | | | | 5,6% | 5,6% | 5,6% | 5,6% | 5,6% | 5,6% |

Fuente: elaboración propia a partir de Estados Financieros Hapag Lloyd 2015 – Jun-18

Tabla 35: Detalle Resultados Históricos y Proyección Hapag Lloyd 2015 – 2022e

| MMUSD | 31.12.2015 | 31.12.2016 | 31.12.2017 | 30.06.2018 | 31.12.2018 | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 31.12.2021 | 31.12.2022 |
|--------------------------------------------------|----------------|----------------|-----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Estado de Resultados | | | | | | | | | |
| Revenue | 9.601,3 | 8.161,1 | 11.990,0 | 6.334,4 | 13.740,6 | 14.743,6 | 15.746,2 | 16.454,8 | 17.195,2 |
| Other operating income | 210,3 | 102,5 | 159,9 | 53,8 | 107,7 | 107,7 | 107,7 | 107,7 | 107,7 |
| Transport expenses | 7.882,0 | 6.715,3 | 9.605,6 | 5.268,4 | 11.104,0 | 11.803,6 | 12.488,2 | 13.050,2 | 13.637,4 |
| Personnel expenses | 526,0 | 523,5 | 817,3 | 375,9 | 874,4 | 938,3 | 1.002,1 | 1.047,2 | 1.094,3 |
| Depreciation, amortisation and impairment | 504,5 | 507,6 | 773,7 | 392,9 | 785,9 | 785,9 | 785,9 | 785,9 | 785,9 |
| Other operating expenses | 562,2 | 407,5 | 527,9 | 265,5 | 531,1 | 531,1 | 531,1 | 531,1 | 531,1 |
| Operating result | 337,0 | 109,7 | 425,5 | 85,5 | 552,8 | 792,5 | 1.046,6 | 1.148,2 | 1.254,2 |
| Share of profit of equity-accounted investees | 30,9 | 28,6 | 45,8 | 18,1 | | | | | |
| Other financial result | 30,0 | -5,0 | 22,7 | 0,0 | | | | | |
| Earnings before interest and taxes (EBIT) | 397,9 | 133,4 | 494,0 | 103,6 | 552,8 | 792,5 | 1.046,6 | 1.148,2 | 1.254,2 |
| Interest Income | 6,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | | | | | |
| Interest Expenses | 252,9 | 210,8 | 426,4 | 201,7 | 403,3 | 403,3 | 403,3 | 403,3 | 403,3 |
| Earnings before income taxes | 151,0 | -77,5 | 67,6 | -98,1 | 149,5 | 389,2 | 643,3 | 744,8 | 850,9 |
| Income taxes | 27,4 | 20,8 | 29,0 | 19,7 | 19,7 | 190,3 | 314,6 | 364,2 | 416,1 |
| Group profit/loss | 123,7 | -98,2 | 38,6 | -117,8 | 129,8 | 198,9 | 328,7 | 380,6 | 434,8 |
| Profit/loss attributable to shareholders | 121,2 | -101,9 | 32,9 | -126,1 | | | | | |
| profit/loss attributable to non-controlling | 2,5 | 3,7 | 5,7 | 8,3 | | | | | |
| Basic earnings per share (in EUR) | 1,1 | -0,9 | 0,2 | -0,7 | | | | | |
| EBITDA | 902,4 | 640,9 | 1.267,7 | 496,5 | 1.338,7 | 1.578,4 | 1.832,5 | 1.934,0 | 2.040,1 |
| <i>EBITDA margin (%)</i> | <i>9,4%</i> | <i>7,9%</i> | <i>10,6%</i> | <i>7,8%</i> | <i>9,7%</i> | <i>10,7%</i> | <i>11,6%</i> | <i>11,8%</i> | <i>11,9%</i> |
| EBIT | 397,9 | 133,4 | 494,0 | 103,6 | 552,8 | 792,5 | 1.046,6 | 1.148,2 | 1.254,2 |
| <i>EBIT margin (%)</i> | <i>4,1%</i> | <i>1,6%</i> | <i>4,1%</i> | <i>1,6%</i> | <i>4,0%</i> | <i>5,4%</i> | <i>6,6%</i> | <i>7,0%</i> | <i>7,3%</i> |

Las variaciones en ingresos y costos, aparte de las condiciones de mercado, también reflejan la absorción del negocio contenedores de CSAV en 2015 y la fusión con UASC en 2017.

Fuente: elaboración propia a partir de Estados Financieros Hapag Lloyd

Dentro de los principales supuestos para las proyecciones de Hapag Lloyd se tiene:

- Proyección de Ingresos 2018 basándose en promedio últimos 3 períodos de +22,3% (explicado por crecimiento en volúmenes transportados y la integración 12 meses del negocio de UASC, empresa con que Hapag Lloyd se fusionó en 2017). Para 2019 a 2022 se considera tasa de crecimiento de 10%, asumiendo que aún queda crecimiento por aprovechar derivado de fusión, el que después disminuye a un 5% en línea con crecimiento de PIB Mundial.
- Proyección de Costos de Transporte 2018 se tomó promedio de 5 periodos de +23,4%. Para los siguientes periodos se proyecta crecimiento inferior en -0,5% en relación a crecimiento ingresos, atendiendo a la expectativa de mayor eficiencia.
- Gastos de Personal se calculó el promedio de la proporción en relación a ingresos en los últimos 5 periodos, que equivale a 6,4%. Esta relación se mantuvo para el periodo proyectado, lo que implícitamente conlleva a que este ítem crezca al mismo % que los Ingresos.
- Depreciación, otros gastos operativos y gastos financieros se proyecta el doble del registrado en primer Semestre 2018 y se mantiene para el resto del periodo proyectado.

Es importante mencionar que en sus Estados Financieros de Junio 2018, los directivos de Hapag Lloyd consideraban un Outlook con Ebitda en un rango MMEUR 900-1.150 (MMUSD1.051 – MMUSD1.343), mientras que el EBIT lo situaba en torno a MMEUR200-450 (MMUSD234 – MMUSD525), Por lo que proyección estimada 2018 respeta estos rangos.

Como ejercicio adicional se compara el crecimiento proyectado bajo nuestro modelo vs el estimado por Bloomberg y Reuters:

Tabla 36: Proyecciones comparativas Hapag Lloyd bajo distintas clasificadoras

| MMUSD | Proyecciones Bloomberg | | Proyecciones Market Screener (Reuters) | | | Proyecciones Modelo | | |
|-------------|------------------------|------------|----------------------------------------|------------|------------|---------------------|------------|------------|
| | 31.12.2018 | 31.12.2019 | 31.12.2018 | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 31.12.2018 | 31.12.2019 | 31.12.2020 |
| Revenue | 13.346 | 14.324 | 13.335 | 14.348 | 15.326 | 13.740,6 | 14.743,6 | 15.746,2 |
| % Growth | 11,3% | 7,3% | 11,2% | 7,6% | 6,8% | 14,6% | 7,3% | 6,8% |
| EBITDA | 1.291 | 1.593 | 1.289 | 1.692 | 1.884 | 1.338,7 | 1.578,4 | 1.832,5 |
| % Revenues | 9,7% | 11,1% | 9,7% | 11,8% | 12,3% | 9,7% | 10,7% | 11,6% |
| Profit/Loss | 2,9 | 319,7 | 44,8 | 395,9 | 623,6 | 129,8 | 198,9 | 328,7 |

Fuente: elaboración propia usando Portal Bloomberg, web Market Screener (base Reuters).

De lo anterior podemos derivar que las proyecciones, a nivel de Ingresos, Ebitda y Márgenes, están muy alineadas y son consistentes con las de las Clasificadoras de Riesgo mencionadas.

Finalmente las proyecciones de EBITDA/Ingresos son consistentes con los datos históricos que se muestran en TABLA N°12: Resumen resultados y márgenes históricos Navieras 2003 – Jun-18, donde el valor estimado para esta razón fue de 13,6%, mientras que proyección se mueve en rango 9,7% a 11,6%.

2.2.8 PROYECCION Y VALORIZACION POR FLUJOS DE CAJA LIBRE DE CSAV

La construcción del Flujo de Caja Libre (FCL), requiere efectuar ajustes al Estado de Resultados proyectado de CSAV, con lo cual se podrá definir el Flujo de Caja Bruto (Estado de Resultados después de los ajustes de las partidas no operacionales) y posteriormente el Flujo de Caja Libre (Flujo de Caja Bruto luego de los ajustes de Inversiones de Reposición, Nuevas Inversiones, y Capital de Trabajo (CTON)).

Depreciación y amortización de intangibles

La depreciación y amortización de CSAV se asumen constantes a iguales al doble del monto informado al 30 de junio de 2016. En este sentido cabe señalar que la política de CSAV en adquisición de nuevos activos en los últimos periodos no ha sido activa, sino más bien se han liquidado unidades de negocio y se ha mantenido el negocio de transporte de vehículos, sin inversión en activos que conlleve a un impacto creciente en la depreciación y amortización proyectadas.

Tabla 37: Detalle Depreciación y amortizaciones CSAV 2017 – 2022e

| MUSD | | | | | | | |
|-----------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | 31.12.2017 | 30.06.2018 | 31.12.2018 | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 31.12.2021 | 31.12.2022 |
| Depreciación y Amortización | 212 | 100 | 200 | 200 | 200 | 200 | 200 |

Fuente: elaboración propia a partir de Estados Financieros CSAV.

Inversión en Activo Fijo

Corresponden a nuevas inversiones destinadas a compra de nuevos activos que permitan justificar el incremento en ventas.

En el caso de CSAV no existe una planificación de CAPEX anunciada por la compañía, lo que es consistente con un decrecimiento en ventas durante los últimos años a lo que se añade que la compañía ha ido liquidando activos. En este sentido es importante volver a recordar que CSAV dejó el negocio de Transporte de Carga de Contenedores al traspasar su flota a la relacionada Hapag Lloyd. CSAV sólo se quedó con negocio de transportes de vehículos que lleva a cabo con naves arrendadas.

Dada esta limitante, se ha construido estimación en base a la relación del activo fijo respecto a los ingresos, calculándose un 2,55%, que sólo considera los periodos 2016, 2017 y Jun-18.

Tabla 38: Inversiones en Activo Fijo Históricas y Proyectadas para CSAV

| MUSD | | | | | | |
|--------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|
| | 31.12.2014 | 31.12.2015 | 31.12.2016 | 31.12.2017 | 30.06.2018 | |
| Terrenos | 2.142 | 2.142 | | | | |
| Edificios | 3.818 | 3.045 | 1.632 | 1.592 | 1.125 | |
| Equipos de Oficina | 131 | 109 | 114 | 10 | 5 | |
| Buques | 18.019 | 18.266 | | | | |
| Equipos de Transporte | 5 | - | | | | |
| Otros | 1.171 | 1.165 | 1.146 | 1.128 | 1.128 | |
| Total Activo Fijo | 25.286 | 24.727 | 2.892 | 2.730 | 2.258 | |
| Ingresos | 235.280 | 166.986 | 109.299 | 109.877 | 44.612 | Promedio* |
| <i>Activo Fijo / Ingresos</i> | <i>10,7%</i> | <i>14,8%</i> | <i>2,6%</i> | <i>2,5%</i> | <i>2,5%</i> | 2,55% |
| | 31.12.2018 | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 31.12.2021 | 31.12.2022 | |
| Ingresos Proyectados | 98.889 | 101.114 | 103.389 | 105.199 | 107.040 | |
| Activo Fijo Proyectado** | 2.525 | 2.582 | 2.640 | 2.687 | 2.734 | |
| <i>Inversión Activo Fijo Proyectada***</i> | <i>267</i> | <i>57</i> | <i>58</i> | <i>46</i> | <i>47</i> | |

* Considera sólo tres últimos periodos, tasa Jun-18 se ajustó considerando sólo 6 meses de venta

** Ingresos Proyectados x 2,55%

*** Inversión proyectada II Semestre 2018 y siguientes años

Fuente: elaboración propia a partir de Memorias CSAV 2014 – Jun-18

Inversión en Reposición

Como concepto la inversión en reposición está destinada a reponer activos actuales, sin incrementar capacidad, ni inversiones para nuevos productos o tecnología.

En el caso de CSAV no existe mayor información sobre las políticas de Capex usadas, lo que se complementa con compras acotadas de Activo Fijo por lo anterior no se considerará inversiones en reposición.

Tabla 39: Cálculo Inversión en Reposición CSAV 2014 – Jun-18

| | 31.12.2014 | 31.12.2015 | 31.12.2016 | 31.12.2017 | 30.06.2018 | |
|-------------------------------------------|----------------|--------------|--------------|------------|------------|------------------|
| Inversión en Activo Fijo | 123.710 | 2.755 | 100 | 12 | 0 | |
| Depreciación Activos Fijos** | 2.621 | 3.787 | 1.636 | 76 | 13 | Promedio* |
| <i>Inversión (% Depreciación)</i> | 4720% | 73% | 6% | 16% | 0% | 7,30% |
| | 31.12.2018 | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 31.12.2021 | 31.12.2022 | |
| Depreciación Proyectada | 76 | 76 | 76 | 76 | 76 | |
| <i>Inversión Reposición Proyectada***</i> | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 | |

* Considera sólo tres últimos periodos dado cambio en negocio

** Depreciación sólo de activos fijos (incluyendo actividades descontinuadas) y no del ítem Propiedades de Inversión, ya que son activos que CSAV destina a arriendo.

*** Depreciación 2017 x 7,30%

Inversión en Capital de Trabajo

El capital de trabajo para efectos de determinar el flujo de caja libre se refiere al capital operativo neto que corresponde por definición a la diferencia entre activos corrientes y pasivos corrientes que no devengan intereses. Definiéndose bajo IFRS como CTON:(Deudores comerciales y otras cuentas corrientes por cobrar + Cuentas por cobrar a Entidades Relacionadas corrientes + Inventarios) – (Cuentas Comerciales y otras cuentas corrientes por Pagar + Cuentas por pagar a Entidades Relacionadas corrientes).

En el caso de CSAV entre los años 2014 y 2017 se ha calculado un promedio de Retorno de Capital de Trabajo Operacional Neto (RCTON). Cabe señalar que para los dos primeros años estos valores fueron negativos por lo que sólo se consideraron valores de 2016 y 2017, siendo RCTON Promedio 5% con un equivalente a 17 días de venta.

Por su parte el CTON a Jun-18 alcanzó a MUS\$9.218, que comparado con el CTON proyectado año completo 2018 de MUS\$ 4.475 da un Exceso de CTON de MUS\$4.743.

Tabla 40: Detalle Retorno de Capital de Trabajo Operacional Neto (RCTON) CSAV 2014 – 2022e

| MUSD | | | | | |
|------------------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 31.12.2014 | 31.12.2015 | 31.12.2016 | 31.12.2017 | 30.06.2018 |
| Total Activos Corriente Neto | 39.134 | 20.638 | 25.099 | 23.155 | 19.908 |
| Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes | 23.401 | 17.112 | 20.799 | 19.888 | 15.372 |
| Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes | 11.169 | 1.288 | 50 | 108 | 78 |
| Inventarios corrientes | 4.564 | 2.238 | 4.250 | 3.159 | 4.458 |
| Total Pasivos Corriente Neto | 53.828 | 31.954 | 18.983 | 19.359 | 10.690 |
| Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar | 44.388 | 27.934 | 17.082 | 19.103 | 10.516 |
| Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes | 9.440 | 4.020 | 1.901 | 256 | 174 |
| CTON | -14.694 | -11.316 | 6.116 | 3.796 | 9.218 |
| Ingresos Actividades Ordinarias | 235.280 | 166.986 | 109.299 | 109.877 | |
| RCTON | - | - | 6% | 3% | |
| RCTON (Días De Venta) | - | - | 20 | 13 | |
| RCTON Promedio | 4,53% | | | | |
| RCTON Promedio (Días De Venta) | 17 | | | | |
| RCTON PROYECTADO | | | | | |
| | 31.12.2018 | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 31.12.2021 | 31.12.2022 |
| Ingresos Proyectados | 98.889 | 101.114 | 103.389 | 105.199 | 107.040 |
| RCTON Promedio | 4,53% | 4,53% | 4,53% | 4,53% | 4,53% |
| CTON Proyectado | 4.475 | 4.576 | 4.679 | 4.760 | 4.844 |
| CTON a Jun-18 | 9.218 | | | | |
| Exceso de CTON | -4.743 | | | | |

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros CSAV 2014 – Jun-18

Activos Prescindibles de CSAV

Al 30 de Junio 2018 CSAV posee algunos activos financieros que no se relacionan con su operación, por lo cual se han considerado prescindibles, es decir, que podrían ser liquidados sin afectar el negocio de la compañía.

Tabla 41: Detalle activos prescindibles CSAV

| MUSD | |
|--------------------------------------------|---------------|
| | 30.06.2018 |
| Efectivo y equivalentes al efectivo | 26.722 |
| <i>Efectivo en Caja</i> | <i>9</i> |
| <i>Efectivo en Bancos</i> | <i>5.701</i> |
| <i>Depósitos a Plazo</i> | <i>21.012</i> |
| Total Activos Prescindibles | 26.722 |

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros CSAV Jun-18

Flujo de Caja Libre CSAV

En base a proyecciones, los supuestos expuestos y realizando respectivos reversos de partidas que no forman parte del flujo operacional CSAV, podemos construir su FCL como sigue:

Tabla 42: Flujo de Caja Libre Histórico y Proyectado CSAV

| MUSD | | | | | |
|------------------------------------------------------------|------------------|----------------|----------------|-----------------|----------------|
| FLUJO DE CAJA LIBRE CSAV | 31.12.2014 | 31.12.2015 | 31.12.2016 | 31.12.2017 | 30.06.2018 |
| UTILIDAD (PERDIDA) | 389.240 | -15.059 | -22.295 | -188.137 | -32.101 |
| AJUSTES | | | | | |
| (+) Depreciación | 267 | 284 | 244 | 212 | 100 |
| (-) Otros Ingresos, por función (después de impuestos) | -1.465 | -1.688 | -1.468 | -1.272 | -504 |
| (+) Otros Gastos, por función (después de impuestos) | 1.063 | 6 | - | - | - |
| (-) Otras ganancias (pérdidas) (después de impuestos) | -668.432 | -1.214 | -10.901 | -2.254 | -7 |
| (-) Ingresos Financieros | -1.246 | -306 | -278 | -988 | -316 |
| (+) Costos Financieros | 5.063 | 3.718 | 4.119 | 5.420 | 2.735 |
| (-) Reverso Resultado Proporcional Hapag Lloyd y otros (1) | 86.743 | 6.488 | 7.011 | 139.502 | 31.897 |
| (+) Dividendos recibidos por Inversión Hpag Lloyd (1) | 2.515 | 48 | 54 | 1 | - |
| (-/+ Diferencias de Cambio | -15.036 | -3.301 | 94 | -983 | 652 |
| (-/+ Unidades de Reajuste | - | - | - | - | - |
| Flujo de Caja Bruto | -201.289 | -11.024 | -23.421 | -48.498 | 2.455 |
| MUSD | | | | | |
| FLUJO DE CAJA LIBRE CSAV | II Semestre 2018 | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 31.12.2021 | 31.12.2022 |
| UTILIDAD (PERDIDA) | 52.614 | 35.319 | 61.162 | 72.298 | 83.896 |
| AJUSTES | | | | | |
| (+) Depreciación | 100 | 200 | 200 | 200 | 200 |
| (-) Otros Ingresos, por función (después de | -504 | - | - | - | - |
| (+) Otros Gastos, por función (después de | - | - | - | - | - |
| (-) Otras ganancias (pérdidas) (después de | - | - | - | - | - |
| (-) Ingresos Financieros | -316 | -632 | -632 | -632 | -632 |
| (+) Costos Financieros | 2.735 | 5.470 | 5.470 | 5.470 | 5.470 |
| (-) Reverso Resultado Proporcional Hapag Lloyd y | -65.453 | -51.426 | -85.012 | -98.427 | -112.445 |
| (+) Dividendos recibidos por Inversión Hpag Lloyd | 31.808 | 33.556 | 51.426 | 85.012 | 98.427 |
| (-/+ Diferencias de Cambio | - | - | - | - | - |
| (-/+ Unidades de Reajuste | - | - | - | - | - |
| Flujo de Caja Bruto | 20.983 | 22.487 | 32.614 | 63.922 | 74.915 |
| (-) Inversión en Reposición | -6 | -6 | -6 | -6 | -6 |
| (-) Inversión en AF | -267 | -57 | -58 | -46 | 0 |
| (-) Aumentos (disminuciones) de capital de | -101 | -103 | -82 | -83 | 0 |
| Flujo de Caja Libre (FCL) | 20.609 | 22.322 | 32.469 | 63.786 | 74.910 |

(1) Se realizó reverso asociado a la participación del resultado de Hapag Lloyd II Semestre y la vez se considera el flujo efectivo de dividendos proyectados desde relacionada. En cuanto a dividendos para II semestre 2018 se consideró reparto total por MUSD 123.000 anunciado en Marzo 2018 multiplicado por el % de propiedad de CSAV en Hapag Lloyd de 25,86%. Para los siguientes años se considero misma participación sobre Utilidades de Hapag Lloyd año anterior.

Fuente: elaboración propia

2.2.9 VALORIZACION ECONOMICA CSAV Y PRECIO DE SU ACCION

Cabe señalar que para estimar el Valor Terminal se intentó usar el modelo de Gordon con crecimiento:

$$\text{Perpetuidad} = \frac{FC_{n+1}(1 - k)}{k_0 - g}$$

FC n+1: Flujo de Caja Libre a Perpetuidad

(1 - k): tasa de dividendos

Ko – g: tasa descuento RWACC – tasa crecimiento

Sin embargo, el acotado crecimiento para proyección $g=1,5\%$ (consistente con un crecimiento acotado del transporte de vehículos a nivel ingresos operacionales), acompañado de un Ko alto (RWACC calculado de 11,07% para CSAV), llevó a que no se cumpliera la relación $Ko^* > RWACC$ (rentabilidad ofrecida por nuevos proyectos $> RWACC$ o tasa exigida para los proyectos, teniendo en consideración que $Ko^* = g /$ tasa de retención de dividendos), lo que en definitiva dejaba sin consistencia la aplicación del modelo. Cabe señalar que la consideración del crecimiento de los dividendos recibidos desde Hapag Loyd para estimar la tasa una tasa de crecimiento g ajustada podría haber sido una opción, sin embargo, dada la volatilidad del mercado naviero y la incierta participación futura de CSAV dentro de la estructura accionaria de HLAG, se decidió no incorporar dicho crecimiento.

Con lo anterior se decidió asumir un Valor Terminal sin crecimiento de los flujos:

$$\text{Perpetuidad} = \frac{FC_{n+1}}{k_0}$$

Tabla 43: Valor Terminal o Perpetuidad para CSAV

| MUSD | 31.12.2022 | Perpetuidad | Supuestos |
|----------------------------------------------------|----------------|---------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| CALCULO VALOR TERMINAL | | | |
| Ingresos de actividades ordinarias | 107.040 | 107.040 | Se asume cero crecimiento a nivel de ingresos |
| Ganancia (pérdida) | 83.896 | 83.896 | Considerar que Utilidad Perpetua captura efecto Resultado de Hapag Lloyd |
| (+) Depreciación | 200 | 200 | |
| (-) Ingresos Financieros | -632 | -632 | |
| (+) Costos Financieros | 5.470 | 5.470 | |
| (-) Reverso R* Proporcional Hapag Lloyd y otros | -112.445 | -112.445 | En perpetuidad el reverso por Resultado Proporcional y Flujo de dividendos desde Hapag Lloyd debieran coincidir y anularse quedando sola el efecto ya capturado a nivel de Utilidad |
| (+) Dividendos recibidos por Inversión Hpag Lloyd | 98.427 | 112.445 | |
| Flujo de Caja Bruto | 74.915 | 88.934 | |
| (-) Inversión en Reposición | -6 | - | Reverso equivalente a la Depreciación y Amortización Totales |
| (-) Inversión en AF | 0 | - | En perpetuidad no existe supuesto de inversión en Activo Fijo; dado que no hay crecimiento tampoco hay inversión en periodo anterior |
| (-) Aumentos (disminuciones) de capital de trabajo | 0 | - | En perpetuidad no existe supuesto de diferencia en CTON ni tampoco en periodo anterior, dado el nulo crecimiento proyectado en ingresos |
| Flujo de Caja Libre (FCL) | 74.910 | 88.934 | |
| VALOR TERMINAL SIN CRECIMIENTO | MUSD | | |
| FCn+1 / Ko = MUSD 88.934 / 11,07% | 803.038 | | |
| RWACC (Ko) | 11,07% | | |

Fuente: elaboración propia

Estimado el valor de la perpetuidad se procede a calcular el Valor Económico del Patrimonio y por consiguiente el valor de la acción como sigue:

Tabla 44: Valor Económico Patrimonio y Acción CSAV

| MUSD | II Semestre 2018 | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 31.12.2021 | 31.12.2022 |
|---------------------------------------------------|------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| Perpetuidad | | | | | 803.038 |
| Periodo de Descuento | 0,5 | 1,5 | 2,5 | 3,5 | 4,5 |
| Flujos Descontados | 19.555 | 19.068 | 24.971 | 44.165 | 547.269 |
| Valor Empresa CSAV al 30/06/2018 | 655.028 | | | | |
| (+) Activos Prescindibles al 30/06/2018 | 26.722 | | | | |
| (+/-) Exceso o Deficit de CTON 2018 | -4.743 | | | | |
| Valor Total Activos 30/06/2018 | 1.332.034 | | | | |
| (-) Deuda Financiera al 30/06/2018 | -126.361 | | | | |
| Patrimonio al 30/06/2018 | 1.205.673 | | | | |
| N° Acciones en circulación | 36.796.876.188 | | | | |
| Precio USD/Acc | 0,0328 | | | | |
| Precio VAPORES \$/Acc | 21,2 | | | | |
| Precio cierre VAPORES \$/Acc al 30/06/2018 | 18,6 | | | | |

Fuente: elaboración propia

Se ha estimado un que el precio de la acción al 30 junio de 2016 es de \$21,2 (conversión a \$ considerando un TC: 647,95 al 29/06/2018), valor que está por encima del precio efectivo de mercado al 30/06/2018 de \$18,6. Recordar que dicho mes el mercado castigó fuertemente la acción, por anuncios en prensa de Hapag Lloyd de recorte en sus proyecciones de utilidad por mayores costos.

Dado lo anterior, un ejercicio interesante es testear la sensibilidad del precio de la acción de CSAV ante cambios en nuestro modelo de proyecciones para Hapag Lloyd:

ESCENARIO 1: misma tasa crecimiento Cto Directo y Ventas Año 2019 y 2020 para Hapag Lloyd

| % GROWTH REVENUES HAPAG LLOYD | | | | |
|-----------------------------------------|------------|------------|------------|------------|
| 31.12.2018 | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 31.12.2021 | 31.12.2022 |
| 14,6% | 7,3% | 6,8% | 4,5% | 4,5% |
| % GROWTH TRANSPORT EXPENSES HAPAG LLOYD | | | | |
| 15,6% | 7,3% | 6,8% | 4,5% | 4,5% |

| MUSD | II Semestre 2018 | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 31.12.2021 | 31.12.2022 |
|-----------------------------------------|------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| Perpetuidad | | | | | 577.958 |
| Periodo de Descuento | 0,5 | 1,5 | 2,5 | 3,5 | 4,5 |
| Flujos Descontados | 19.555 | 22.452 | 20.179 | 28.623 | 392.344 |
| Valor Empresa CSAV al 30/06/2018 | 483.153 | | | | |
| (+) Activos Prescindibles al 30/06/2018 | 26.722 | | | | |
| (+/-) Exceso o Deficit de CTON 2018 | -4.743 | | | | |
| Valor Total Activos 30/06/2018 | 988.284 | | | | |
| (-) Deuda Financiera al 30/06/2018 | -126.361 | | | | |
| Patrimonio al 30/06/2018 | 861.923 | | | | |
| N° Acciones en circulación | 36.796.876.188 | | | | |
| Precio USD/Acc | 0,0234 | | | | |
| Precio VAPORES \$/Acc | 15,2 | | | | |

Precio estimado cae de \$ 21,2 a \$ 15,2

Escenario 2: se recorta en un punto adicional tasa de crecimiento Ctos Directos años 2019 y 2020 Hapag Lloyd

% GROWTH REVENUES HAPAG LLOYD

| 31.12.2018 | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 31.12.2021 | 31.12.2022 |
|------------|------------|------------|------------|------------|
| 14,6% | 7,3% | 6,8% | 4,5% | 4,5% |

% GROWTH TRANSPORT EXPENSES HAPAG LLOYD

| | | | | |
|-------|------|------|------|------|
| 15,6% | 5,3% | 4,8% | 4,5% | 4,5% |
|-------|------|------|------|------|

MUSD

| | II Semestre 2018 | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 31.12.2021 | 31.12.2022 |
|-----------------------------------------|------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| Perpetuidad | | | | | 1.026.007 |
| Periodo de Descuento | 0,5 | 1,5 | 2,5 | 3,5 | 4,5 |
| Flujos Descontados | 19.555 | 15.684 | 29.823 | 59.560 | 700.741 |
| Valor Empresa CSAV al 30/06/2018 | 825.364 | | | | |
| (+) Activos Prescindibles al 30/06/2018 | 26.722 | | | | |
| (+/-) Exceso o Deficit de CTON 2018 | -4.743 | | | | |
| Valor Total Activos 30/06/2018 | 1.672.706 | | | | |
| (-) Deuda Financiera al 30/06/2018 | -126.361 | | | | |
| Patrimonio al 30/06/2018 | 1.546.345 | | | | |
| N° Acciones en circulación | 36.796.876.188 | | | | |
| Precio USD/Acc | 0,0420 | | | | |
| Precio VAPORES \$/Acc | 27,2 | | | | |

Precio estimado sube de \$ 21,2 a \$ 27,2

Con ambos ejemplos se concluye que el precio de la acción de CSAV tiene una alta volatilidad ante cambios menores en la evolución de costos y/o ingresos de Hapag Lloyd, y por lo tanto a cualquier noticia que pueda afectar el flujo de dividendos.

2.2.10 VALORIZACION CSAV POR MULTIPLOS

Una metodología alternativa a la valoración mediante Flujos de Caja descontados es la metodología de múltiplos, cuya principal característica es la sencillez de su cálculo, se traduce en calcular ratios de variables financieras para compañías que sean consideradas comparables con la empresa en análisis, en este caso CSAV, y aplicar los ratios calculados a las variables financieras de dicha empresa.

Probablemente lo más difícil de esta metodología es encontrar empresas comparables, puesto que para ser calificados como tal se espera que cumplan con los requisitos del modelo, los cuales son: i) que las empresas comparables tengan flujos de caja libres (FCL) similares, ii) que tengan igual Riesgo Operacional y iii) que tengan tasas de Riesgo Similares.

Dentro de la metodología de múltiplos los más usados son:

Tabla 45: Tipos de Múltiplos

| TIPO DE MULTIPLOS | MULTIPLOS |
|--------------------------|--------------------------------------------|
| MULTIPLOS DE GANANCIAS | PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE) |
| | ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA) |
| | ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT) |
| MULTIPLOS DE VALOR LIBRO | PRICE TO BOOK EQUITY (PBV) |
| | VALUE TO BOOK RATIO |
| MULTIPLOS DE INGRESOS | PRICE TO SALES RATIO (PS) |
| | ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS) |

Fuente: elaboración propia

En particular, para complementar nuestra valoración por FCL, se decidió usar los siguientes Múltiplos de Ganancias:

Valor Empresa sobre Ebitda (EV/EBITDA): Este mide el número de veces que debe repetirse el EBITDA (Ingresos antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización), para alcanzar el Valor de la Empresa (Enterprise Value).

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{(\text{Valor de Mercado Patrimonio} + \text{Valor de Mercado Deuda} - \text{Efectivo})}{EBITDA}$$

Valor Empresa sobre EBIT (EV/EBIT): Esta razón es muy similar a la anterior, salvo que la medición del Valor de la Empresa es con relación al EBIT.

$$\frac{EV}{EBIT} = \frac{(\text{Valor de Mercado Patrimonio} + \text{Valor de Mercado Deuda} - \text{Efectivo})}{EBIT}$$

Con estos conceptos, el siguiente paso fue extraer los valores o inputs de empresas navieras comparativas con CSAV, necesarios para calcular con posterioridad los ratios antes referidos. Las empresas elegidas fueron Maersk, Cosco Shipping, Evergreen Marine Coro. y la relacionada Hapag Lloyd:

Tabla 46: Indicadores financieros por naviera 2017 – Jun-18

| EMPRESAS | | 31.12.2017 | | 30.06.2018 | |
|------------------------------------|-------|------------|--|------------|--|
| MAERSK | | | | | |
| Valor Bursatil | MMUSD | 34.577 | | 25.453 | |
| EBITDA | MMUSD | 3.532 | | 1.552 | |
| EBIT | MMUSD | 641 | | 43 | |
| Deuda Financiera | MMUSD | 17.513 | | 17.351 | |
| Efectivo e inversiones liquidables | MMUSD | 2.613 | | 2.171 | |
| COSCO SHIPPING | | | | | |
| Valor Bursatil | MMUSD | 9.538 | | 7.098 | |
| EBITDA | MMUSD | 1.229 | | 347 | |
| EBIT | MMUSD | 870 | | 174 | |
| Deuda Financiera | MMUSD | 8.425 | | 9.739 | |
| Efectivo e Inversiones | MMUSD | 3.954 | | 4.478 | |
| EVERGREEN | | | | | |
| Valor Bursatil | MMUSD | 2.205 | | 1.707 | |
| EBITDA | MMUSD | 423 | | 60 | |
| EBIT | MMUSD | 162 | | -66 | |
| Deuda Financiera | MMUSD | 2.473 | | 2.727 | |
| Efectivo e Inversiones | MMUSD | 1.248 | | 1.180 | |
| HAPAG LLOYD | | | | | |
| Valor Bursatil | MMUSD | 5.888 | | 5.480 | |
| EBITDA | MMUSD | 1.268 | | 497 | |
| EBIT | MMUSD | 494 | | 104 | |
| Deuda Financiera | MMUSD | 7.617 | | 7.204 | |
| Efectivo e Inversiones | MMUSD | 727 | | 645 | |

Fuente: Cálculos propios. Cifras extraídas de Memorias Anuales Navieras; conversión MMUSD con TC de cierre de cada periodo (USD/NKK, RMB, NTD, EUR).

Fuente: elaboración propia

Con lo anterior se procedió a calcular los múltiplos por empresa al cierre 2017 y a Jun-18, obteniendo un promedio para la industria

Tabla 47: Resumen Múltiplos calculados navieras e industria

| MULTIPLICOS | MAERSK | | COSCO | | EVERGREEN | | HAPAG LLOYD | | INDUSTRIA | | |
|----------------------------------------|--------|--------|-------|--------|-----------|--------|-------------|--------|-----------|--------|--------------|
| | 2017 | jun-18 | 2017 | jun-18 | 2017 | jun-18 | 2017 | jun-18 | 2017 | jun-18 | Promedio |
| ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA) | 14,0 | 26,2 | 11,4 | 35,6 | 8,1 | 54,3 | 10,1 | 24,2 | 10,9 | 35,1 | 23,0 |
| ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT) | 77,2 | 472,5 | 16,1 | 35,5 | 21,1 | - | 25,9 | 58,1 | 35,1 | 188,7 | 111,9 |

Fuente: elaboración propia

Con posterioridad, teniendo en consideración que el dividendo procedente de Hapag Lloyd puede ser clasificado como un flujo operativo, se procedió a calcular tanto el Ebitda como EBIT proyectados a cierre 2018 y a la vez ajustados por el dividendo promedio proyectado a recibir de parte a HLAG en el periodo 2018 a 2022, teniendo los siguientes valores referenciales:

Tabla 48: Indicadores CSAV

| INDICADORES CSAV | Valor | Supuestos |
|------------------|--------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| EBITDA Ajustado | 60.279 | Proyección EBITDA cierre 2018 + Dividendo promedio Hapag Lloyd proyectado 2018 - 2022 |
| EBIT Ajustado | 60.079 | Proyección EBIT cierre 2018 + Dividendo promedio Hapag Lloyd proyectado 2018 - 2022 |

Fuente: elaboración propia

Finalmente, tomando los anteriores valores, se procedió a calcular el valor del Patrimonio Bursátil y de la acción de CSAV como sigue:

Tabla 49: Resumen valorización CSAV a partir de múltiplos

| MULTIPLoS | Valor | Valor | Valor |
|----------------------------------------|------------|--------|--------|
| | Estimado | Accion | Accion |
| | Patrimonio | USD | \$ |
| ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA) | 1.286.931 | 0,035 | 22,66 |
| ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT) | 1.282.330 | 0,0348 | 22,58 |

Fuente: elaboración propia

Como se puede apreciar las estimaciones usando múltiplos con ajuste de dividendos, \$22,66 y \$22,58, se acercan mucho a las anteriores estimaciones realizadas por FCL.

CONCLUSIONES

Este trabajo nos permitió determinar el precio de la acción de CSAV, VAPORES, al cierre de junio de 2018, mediante la metodología de flujos de caja descontados, estimándose un precio por acción igual a \$ 21,2, monto que difiere en un 14% sobre el precio de mercado al cierre del 30 de junio de 2018, de \$18,6.

Sin embargo, la metodología requiere una serie de supuestos, sobre todo para estimar los flujos de la relacionada Hapag Lloyd, por lo que pequeñas desviaciones en estos supuestos, como la evolución de estructura de costos con relación a sus ventas, desembocan en grandes cambios en el valor de acción estimado para VAPORES, CSAV, situándonos en un rango de \$15,2 a \$27,2 al sensibilizar variables.

Como complemento se decidió adicionar la metodología de múltiplos, obtenido valores en rango \$22,58 a \$22,66, muy cercano al escenario base de \$21,2 bajo FCL.

Sin embargo, sin menospreciar los resultados obtenidos, es vital apuntar que la alta rivalidad y volatilidad del mercado naviero hacen de la acción VAPORES un activo altamente inestable, tanto a la baja como al alza, y explica la sobrerreacción del mercado accionario ante cualquier noticia u ajuste en Outlook que provenga de la relacionada Hapag Lloyd o evolución en el precio de su acción y/o política de dividendos.

Como reflexiones finales me permito plantear propuestas como: i) dada la sobrerreacción del mercado ante noticias de Hapag Lloyd, asoma la posibilidad de crear modelo que capture esta correlación y modele en última instancia el precio el valor de CSAV, tomando como base el momento de adquisición de Hapag Lloyd, ii) dentro de la metodología de FCL descontados, y ajustando nuestros criterios a un contexto psicología del inversionista, sería posible imaginar un R_{wacc} dinámico y más precisamente con sesgo hacia el presente (tasa de descuento hiperbólica⁹) pensando en aquellos que valoran mucho la acción de VAPORES como instrumento de trading. En este sentido llama la atención el importante volumen de transacciones y presencia bursátil de VAPORES, con un alto Precio Utilidad (PE) proyectado¹⁰, lo que puede interpretarse

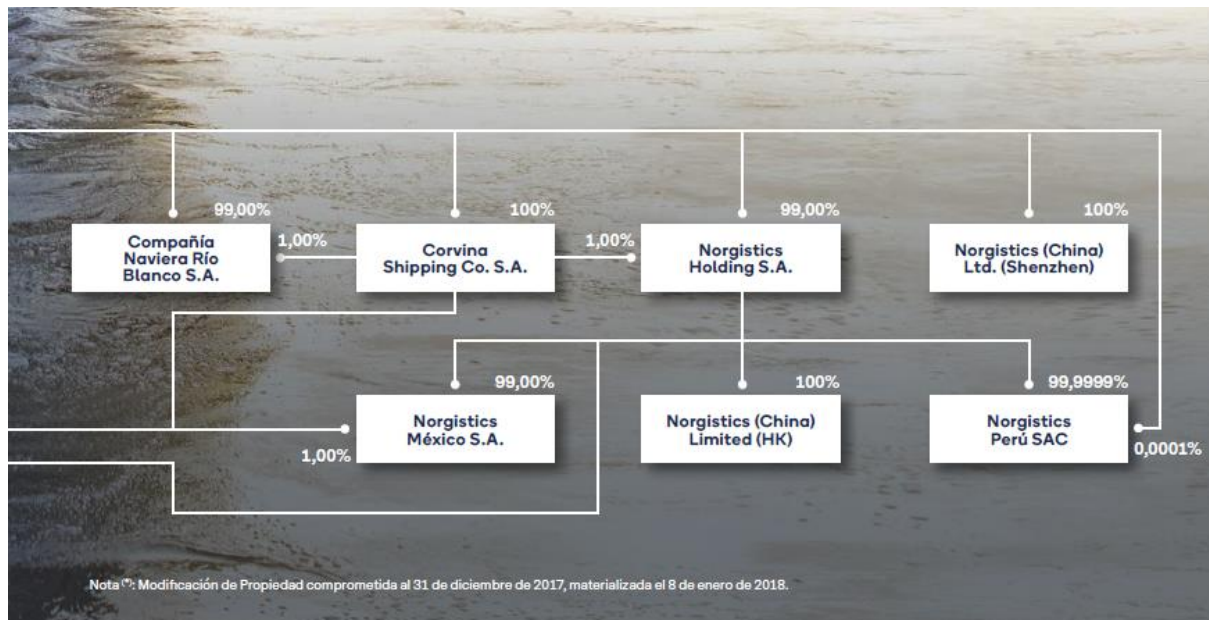
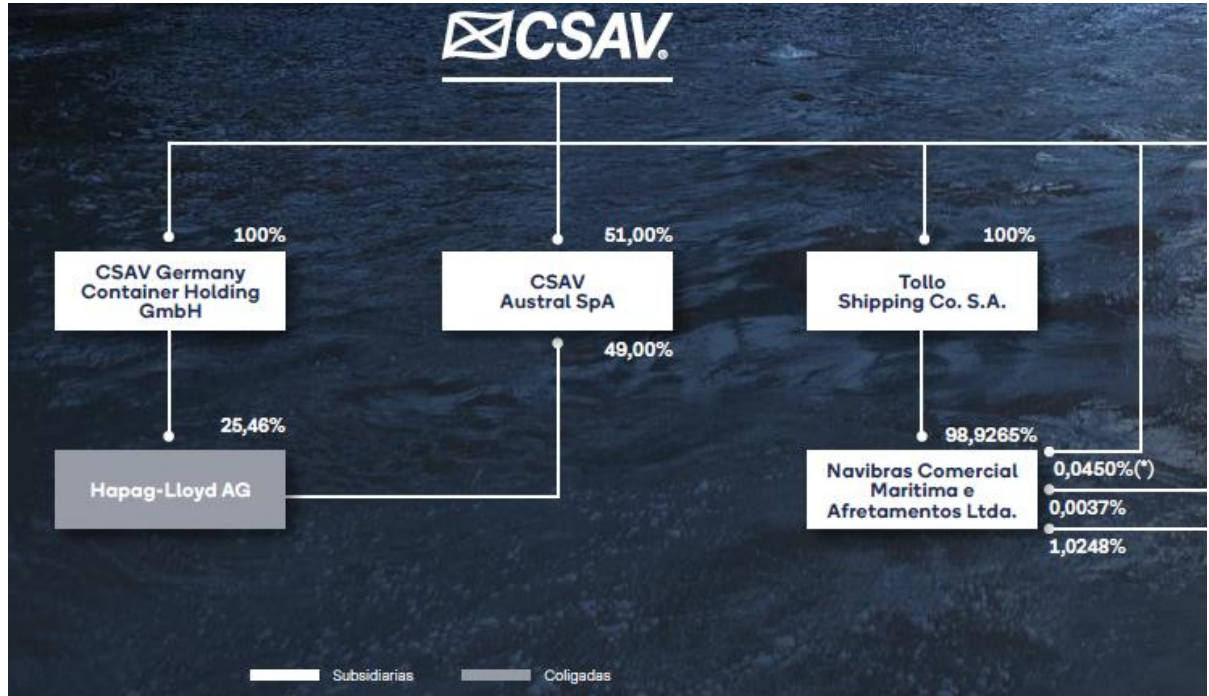
⁹ Función de descuento hiperbólico introducida por Loewenstein y Perlec (1992), tomando como base ensayo "A Note on the Measurement of the Utility" (1937) Paul Samuelson, donde básicamente se da a entender que los consumidores tienden a valorar más el consumo presente que el futuro. Estos trabajos son abordados en libro *Portarse Mal* (2017), Richard H. Thaler.

¹⁰ "Security Analysis, The Intelligent Investor" (1934), Graham y Dodd, donde básicamente se expuso que las inversionistas tienden a realizar inversiones de valor con un alto PER (ratio Price Earnings, Precio Beneficio), teoría que se adapta al comportamiento irracional de los inversionistas, pero entra en conflicto con la Teoría de Mercados eficientes surgida en los 70s. Estos trabajos son abordados en libro *Portarse Mal* (2017), Richard H. Thaler.

como una fuerte señal de expectativas de crecimiento de la Utilidad de CSAV, lo que nos lleva a otra pregunta ¿es racional esta suposición, en un Mercado Naviero tan inestable y alta rivalidad?

ANEXOS

ESTRUCTURA SOCIETARIA CSAV DIC-2017



RESUMEN PROPIEDAD CSAV EN FILIALES

| Empresas Inversionistas | | Compañía Sud Americana de Vapores S.A. | Tollo Shipping Co.S.A. | Corvina Shipping Co.S.A. | CSAV Germany Container Holding GmbH | Hapag-Lloyd AG | Norgistics Holding S.A. | Otros | Total |
|--------------------------------------------------|----------|----------------------------------------|------------------------|--------------------------|-------------------------------------|----------------|-------------------------|--------|-------|
| Empresas Emisoras | | | | | | | | | |
| Tollo Shipping Co. S.A. | Panamá | 100,00% | | | | | | | 100% |
| Corvina Shipping Co. S.A. | Panamá | 100,00% | | | | | | | 100% |
| Compañía Naviera Río Blanco S.A. | Chile | 99,00% | | 1,00% | | | | | 100% |
| Navibras Comercial Marítima e Afretamentos Ltda. | Brasil | 0,0450% | 98,9285% | 0,0037% | | | 1,0248% | | 100% |
| CSAV Austral SpA | Chile | 51,00% | | | | 49,00% | | | 100% |
| CSAV Germany Container Holding GmbH | Alemania | 100,00% | | | | | | | 100% |
| Hapag-Lloyd AG | Alemania | | | | 25,46% | | | 74,54% | 100% |
| Norgistics Holding S.A. | Chile | 99,00% | | 1,00% | | | | | 100% |
| Norgistics (China) Ltd. [Shenzhen] | China | 100,00% | | | | | | | 100% |
| Norgistics (China) Limited [Hong Kong] | China | | | | | | 100,00% | | 100% |
| Norgistics Mexico S.A. | México | | | 1,00% | | | 99,00% | | 100% |
| Norgistics Peru SAC | Perú | 0,0001% | | | | | 99,9999% | | 100% |

HECHOS RELEVANTES CSAV

Combinación de Negocios Hapag Lloyd – United Arab Shipping Company (UASC):

▪ **Resultado por adquisición de participación:** Durante el segundo trimestre del 2018 CSAV aumento su participación en un 0,4% equivalente a MUS\$28.492, lo que le permitió alcanzar un 25,86% de propiedad sobre la compañía alemana. Acorde a las disposiciones de la NIC N° 28, CSAV determinó un valor razonable de los activos netos adquiridos en la compra del 0,4% adicional, en base al último informe de PPA sobre HLAG, que asciende a MUS\$29.418, y que al compararse con el costo antes mencionado otorgan un menor valor pagado o badwill ascendiente a MUS\$926, el que de acorde a las NIIF fue reconocido en resultados como una utilidad para CSAV.

▪ **Nov.17.** Hapag-Lloyd informa que la integración con UASC fue completada exitosamente tras solamente 6 meses. Esto considera las operaciones, los sistemas de tecnologías, las flotas y los trabajadores. Con lo anterior, se espera que las sinergias anuales de MMUS\$435 se empiecen a recibir a partir de 2019, con efectos tangibles a contar de 2018.

▪ **Nov.17.** En Hecho esencial del 22 de noviembre, CSAV informó que la emisión de acciones planificada se concretó con la suscripción del 100% de las nuevas acciones y la recaudación de MMUS\$294. Los accionistas suscribieron y pagaron 6.100 millones de nuevos títulos, a un precio de \$30,55 por papel. Un 98,2% del total de la colocación fue suscrito durante el primer período de opción preferente. Los fondos recaudados fueron utilizados en financiar la compra de acciones de Hapag-Lloyd, **lo que permitió a la firma nacional alcanzar el 25% de participación en la naviera alemana, consolidándose como su principal accionista.**

Esta inversión fue financiada con parte de los fondos recaudados durante el primer período de opción preferente y con dos créditos puente con bancos comerciales por un total de MMUS\$120, los que serán pagados con el remanente de la recaudación obtenida.

▪ **Oct.17.** CSAV, tras la fusión entre HLAG y UASC, elevó su participación al 25%, según estaba acordado al momento de anunciar la operación. En el marco del aumento de Hapag-Lloyd, CSAV pagó MM€17,6 por las acciones de Kühne Maritime, los que sumados a los MM€204,2 invertidos durante el aumento de Hapag-Lloyd, totalizan una inversión de MM€221,8. La empresa financió esta operación con dos créditos puente por MMUS\$120 otorgados por bancos comerciales y con la recaudación obtenida de la suscripción de las prorratas correspondientes a los accionistas mayoritarios de la compañía en su aumento de capital que en aquel momento se encontraba en desarrollo.

▪ **Oct.17.** Hapag-Lloyd completó su aumento de capital, recaudando aproximadamente MM€352 (aproximadamente MMUS\$414), con la emisión de 11,7 millones de acciones a un precio de €30 c/u. El 96,5% de los accionistas existentes ejercieron sus derechos de suscripción, lo que significa que los principales accionistas de la compañía (CSAV Germany, Kuehne Maritime, Qatar Holding Germany y el fondo de Inversión Pública de Arabia fueron los accionistas que incrementaron su participación.

▪ **Ago.17.** CSAV informa que la fusión entre Hapag-Lloyd y UASC le generó una pérdida contable de MMUS\$155. Sin embargo, esto se trataría de una pérdida contable puntual y que no representa el valor económico de la fusión, que se produce porque las normas de IFRS correspondientes (NIIF3 y NIIF13) no permiten incorporar las sinergias estimadas de la fusión (US\$ 435 millones anuales).

▪ **May-17.** En Hecho Esencial informado con fecha 24 de mayo, la compañía informó que se produjo el cierre de la fusión. CSAV a través de su filial alemana CSAV Germany Container Holding GmbH (“CSAV Germany”), continúa como el accionista principal de Hapag Lloyd con un 22,6% de total; seguida por la Ciudad de Hamburgo, a través de su sociedad de inversiones (HGV) que posee el 14,9%; y el empresario alemán Klaus Michael Kühne, a través de Kühne Maritime GmbH (KM) que conserva 14,6%.

CSAV Informa que junto a los mencionados accionistas, al haberse diluido en sus respectivas participaciones, han adecuado su pacto de accionistas a fin de preservar el control común sobre HLAG, comprometiéndose a ejercer de común acuerdo el derecho a voto de todas sus acciones, equivalentes a aproximadamente el 51,5% de las acciones emitidas por Hapag Lloyd, sin perjuicio de lo cual, se han eliminado todas las restricciones que para la transferencia de acciones contemplaba el pacto original, salvo por un derecho preferente de compra bajo ciertas circunstancias (right of first refusal).

Se señala además que Hapag Lloyd llevará a cabo el próximo 29 de mayo en Hamburgo, un aumento de capital por US\$400 millones, el cual se someterá a la aprobación de los accionistas de la naviera en su junta general anual (Annual General Meeting o AGM).

En relación con este aumento de capital, CSAV Germany, HGV y KM ya habían adoptado los acuerdos necesarios para que CSAV

Germany alcance una participación en HLAG de a lo menos un 25%, lo que le permitirá a CSAV mantener una influencia decisiva en aquellas materias fundamentales relacionadas.

La firma informó que no obstante el positivo impacto económico que conlleva esta fusión, en atención a las sinergias esperadas por US\$435 millones al año, generará a CSAV una pérdida contable por dilución, al haberse disminuido su participación accionaria en HLAG desde un 31,35% a un 25% (luego de la suscripción adicional de acciones de Hapag Lloyd y habiendo detentado transitoriamente una participación del 22,6%), cuyo monto quedará definido cuando Hapag Lloyd

publique sus estados financieros consolidados intermedios al 30 de junio de 2017, acto previsto para el día 10 de agosto de 2017.

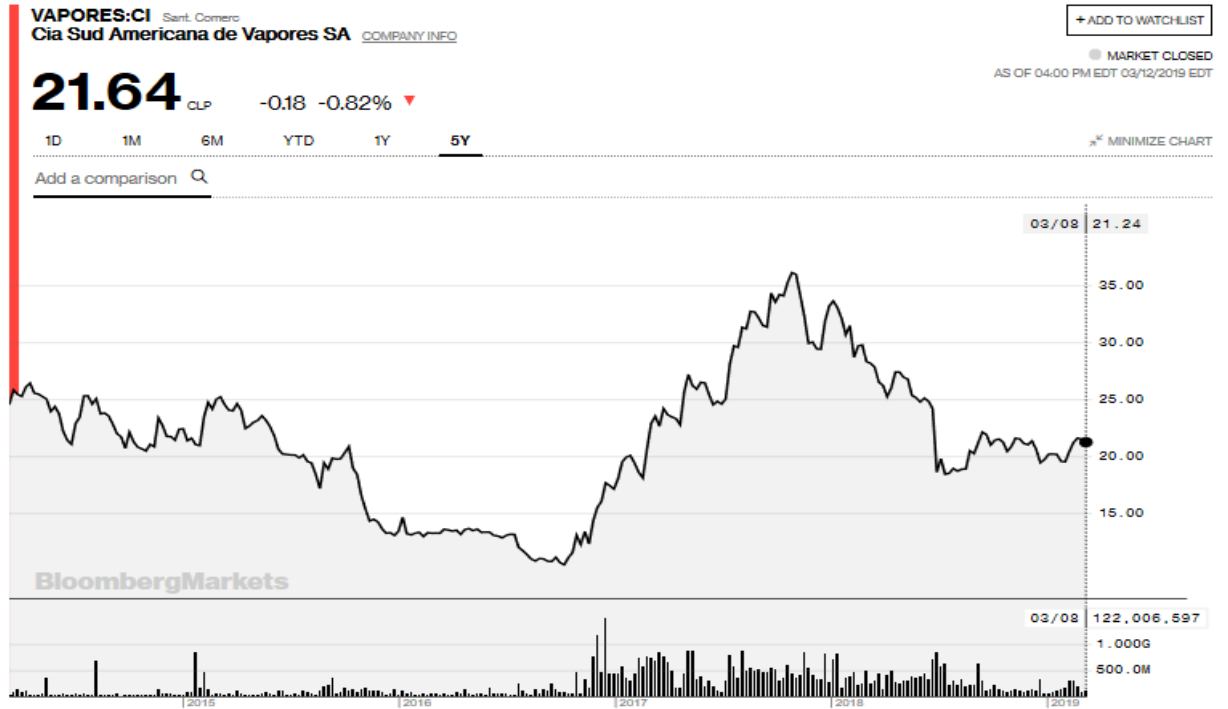
La pérdida por dilución se calculará considerando la dilución neta para CSAV considerando la suscripción de acciones de HLAG que CSAV hará en el próximo aumento de capital de ésta, en la que su participación pasará de un 22,6% a un 25%, dado que dicha suscripción está comprometida en el acuerdo de fusión como parte de la misma combinación de negocios.

CSAV, destaca en el hecho esencial que tras la concreción del negocio Hapag Lloyd se convertirá en la quinta naviera portacontenedores más grande del mundo, con una capacidad total de transporte de 1,6 millones de TEUs y volúmenes transportados al año de alrededor de 10 millones de TEUs, con una flota combinada de 230 naves portacontenedores y esperando sinergias anuales por US\$435 millones.

▪ **Mar.17.** En Junta Extraordinaria efectuada el día 30 de marzo de 2017, los accionistas de CSAV aprobaron la realización de un aumento de capital por hasta MMUS\$ 260, el cual tiene por objeto dotar de liquidez a la empresa para adquirir nuevas acciones de Hapag-Lloyd una vez que ésta se fusione con UASC y mantener así una participación de al menos 25% en la empresa combinada. Con dicho porcentaje, CSAV podrá influir decisivamente en materias fundamentales de la firma, como fusiones, adquisiciones, aumentos de capital, etc. La realización de esta capitalización está condicionada al cierre de la fusión.

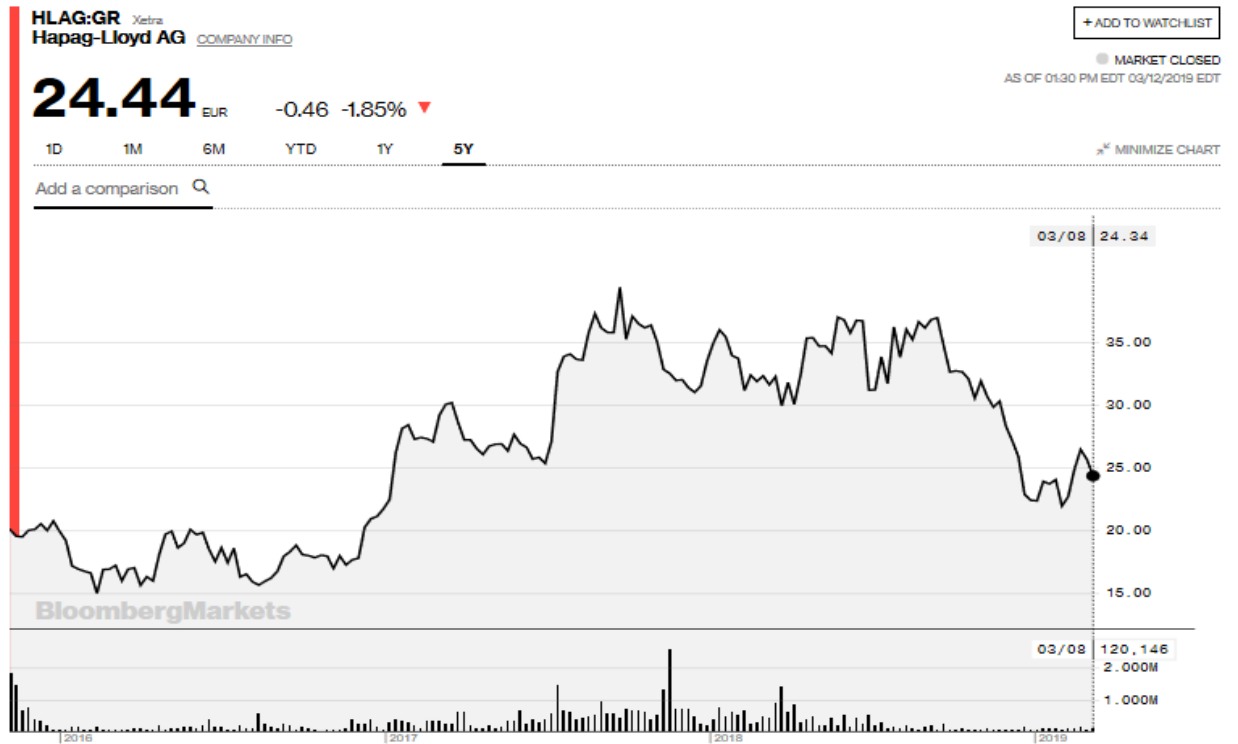
▪ **Jul.16.** Mediante un hecho esencial, CSAV informó al mercado un acuerdo de combinación de negocios entre Hapag – Lloyd y United Arab Shipping Company S.A.G (UASC), sujeto a aprobación de las autoridades. USAC es controlada, principalmente, por Qatar Holding LLC (QH), propiedad del Estado de Qatar, y Public Investment Fund, entidad relacionada al Reino de Arabia Saudita. Éstos, tras la aprobación respectiva de los reguladores y el consentimiento de los bancos para la fusión, pasarían a formar parte de la propiedad de HL mediante la emisión de acciones. Esto último generaría que la participación de CSAV en la entidad disminuyera hasta el 22,6%.

EVOLUCION PRECIO ACCIONES VAPORES



Fuente: Bloomberg

EVOLUCION PRECIO HAPAG LLOYD



Fuente: Bloomberg

BIBLIOGRAFIA

Libros

- “Finanzas Corporativas: Teoría y Práctica”, Carlos Maquieira, editorial Andrés Bello, Tercera Edición, 2010
- “Valoración de Empresas”, Pablo Fernández, Tercera edición 2005
- “Valuation”, Damodar Damodaran Capítulos 17 – 20
- “Country Risk: Determinant, measures and implications”, 2018 Edition, Damodaran.
- “Portarse Mal”, Richard H. Thaler
- Apuntes Clases Magister Finanzas FEN

Publicaciones

- “The Impact of Alliances in Container Shipping”, International Transport Forum 2018
- Memorias Anuales CSAV, Años 2003-2017; Estados Financieros Jun-18
- Memorias Anuales Hapag Lloyd 2009-2017; Estados Financieros Junio-18
- Memorias Anuales Maersk 2003-2017; Estados Financieros Junio-18
- Memorias Anuales Cosco Shipping 2009-2017; Estados Financieros Junio-18
- Memorias Anuales Evergreen 2009-2017; Estados Financieros Junio-18

Sitios WEB

- Alphaliner (www.alphaliner.com)
- Terminal Bloomberg
- Reuters y Market Screener (www.reuters.com)
- Comisión para el Comercio Financiero (www.cmfchile.cl)
- Bolsa de Santiago (www.bolsadesantiago.cl)
- Compañía Sudamericana de Vapores (www.csav.com)
- Cosco Shipping Lines (lines.coscoshipping.com)
- Evergreen Marine Corp. (www.evergreen-marine.com)
- Maersk (www.maersk.com)
- Hapag Lloyd (www.hapag-lloyd.com)