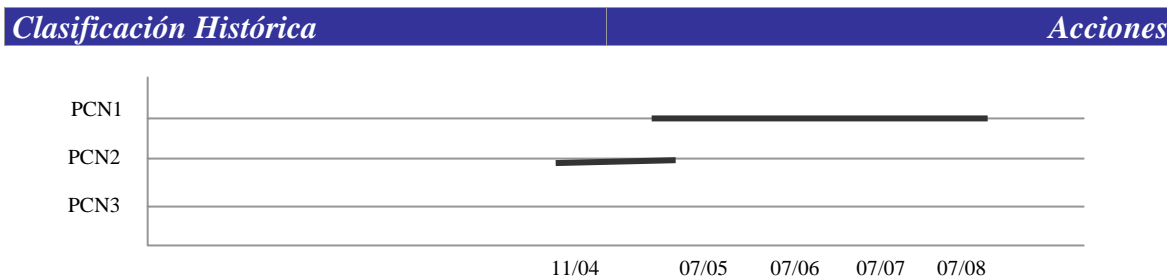
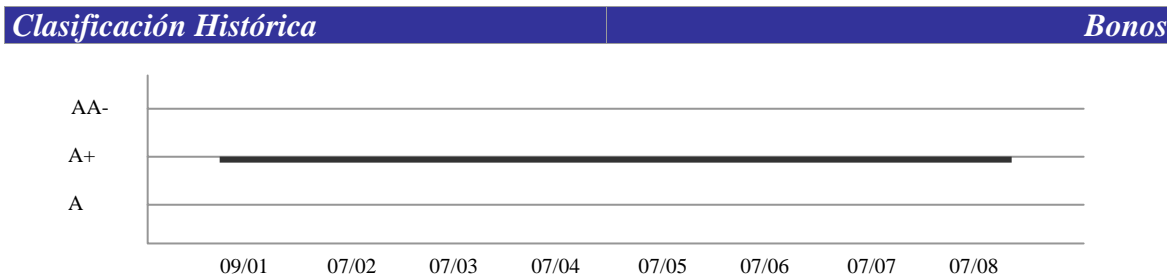


**COMPAÑÍA SUD AMERICANA DE VAPORES S.A. (CSAV)**

Julio 2008

<b>Categoría de Riesgo y Contacto</b>		
<b>Tipo de Instrumento</b>	<b>Categoría</b>	<b>Contactos</b>
Bonos Acciones Tendencia	A+ Primera Clase Nivel 1 Estable	Socio Responsable Alejandro Sierra M. Gerente a Cargo Aldo Reyes D. Analista Margarita Andrade P. Teléfono 56-2-204 7293 Fax 56-2-223 4937
Otros Instrumentos	No hay	Correo Electrónico ratings@humphreys.cl Sitio Web <a href="http://www.humphreys.cl">www.humphreys.cl</a>
EEFF Base	31 marzo 2008	Tipo de Reseña Informe Anual

<b>Número y Fecha de Inscripción de Instrumentos Vigentes</b>	
Series A1 y A2	N° 274 de 12.10.01



<b>Estado de Resultados Consolidado</b>					
<b>Cifras en Miles de US\$</b>	<b>Año 2004</b>	<b>Año 2005</b>	<b>Año 2006</b>	<b>Año 2007</b>	<b>Marzo 2008</b>
Ingreso Operacional	2.685.886	3.901.974	3.839.176	4.150.274	1.186.568
Costo Explotación	2.290.414	3.424.509	3.784.565	3.784.340	1.106.715
Gasto Admin. y Venta	255.365	318.387	290.859	311.804	82.551
Resultado Operacional	140.107	159.078	-236.248	54.130	-2.698
Gastos Financieros	30.380	35.223	33.591	38.024	9.348
Resultado No Operacional	88.796	7.714	158.175	99.853	20.222
Utilidad Neta	207.124	132.303	-58.241	116.862	10.104

<b>Balance General Consolidado</b>					
Cifras en Miles de US\$	Año 2004	Año 2005	Año 2006	Año 2007	Marzo 2008
Activo Circulante	1.023.966	1.100.957	1.088.575	1.155.637	1.064.453
Activo Fijo	245.263	272.086	278.252	323.807	586.926
Otros Activos	339.653	405.228	334.475	462.013	413.474
Total Activos	1.608.882	1.778.271	1.701.302	1.941.457	2.064.853
Pasivo Circulante	515.863	562.286	587.629	675.611	759.506
Pasivo Largo Plazo	326.112	360.654	353.822	372.682	371.031
Patrimonio más IM	766.907	855.331	759.851	893.164	908.427
Total Pasivos y Patrimonio	1.608.882	1.778.271	1.701.302	1.941.457	2.064.853

## **Opinión**

### **Fundamento de la Clasificación**

**Compañía Sud Americana de Vapores S.A. (CSAV)** es una sociedad fundada en 1872. La empresa se ha consolidado como una compañía orientada al transporte marítimo global, con importante presencia en las rutas entre Sudamérica y el resto del mundo, así como en otros mercados relevantes, lo que le resulta en una presencia en diversos mercados. En la actualidad, directamente o a través de sus filiales, participa en las distintas etapas del transporte marítimo, entre las que destacan las actividades de transporte, equipamiento portuario, operador portuario, agenciamiento, bodegaje, armadora y administradora de barcos, entre otros.

La clasificación de los títulos de deuda se fundamenta, principalmente, en la viabilidad de largo plazo de la compañía, sumado a la adopción de una política conservadora en cuanto a endeudamiento financiero y manejo de liquidez de corto plazo, lo cual le ha permitido a la entidad enfrentar sólidamente los ciclos adversos que recurrentemente afectan la generación de caja de las empresas del sector naviero. La clasificación de riesgo también se ve apoyada por la integración vertical y la diversificación de los negocios del emisor.

Asimismo, dentro de las fortalezas se ha considerado la existencia de una red de asociaciones con las principales compañías del sector, situación que le ha permitido incrementar la cobertura a sus clientes y acceder a mayores economías de escala; el buen posicionamiento que presenta la compañía en los mercados en donde participa - especialmente en los tráficos de las Costas Oeste y Este de Sudamérica -; y la existencia de una flota de naves administrada, principalmente, bajo contratos de arriendos a diferentes plazos, lo cual permite una mayor correlación entre sus costos y las fluctuaciones en el precio ante cambios en la demanda.

Por otro lado, los factores de riesgo que afectan la clasificación de riesgo, además de la inestabilidad que muestra la industria naviera y su impacto en la volatilidad de los resultados de las compañías del sector, se añade el tamaño relativo de **CSAV** en relación con los operadores líderes del mercado a nivel global, situación que afecta la competitividad del emisor (por sus efectos en el acceso a economías de escala), si bien se reconoce que el programa de construcción de naves de 12.000 TEUS anunciado por la compañía es un paso importante para incrementar la eficiencia y economías de escala.

A esto se agrega la exposición a variables exógenas, tales como, los efectos negativos de la situación política o económica mundial; el efecto en los costos del alza en el precio del petróleo; y localmente los efectos del fortalecimiento del peso.

En la clasificación de acciones, además se ha considerado la alta liquidez de las acciones emitidas por la sociedad, lo que se demuestra por los niveles de la presencia bursátil mensual que se sitúa en 100%.

La tendencia de clasificación se califica en “*Estable*”<sup>1</sup>, considerando que no se evidencian elementos que pudieren afectar la capacidad de pago de la compañía.

A futuro, la clasificación de riesgo de los bonos podría verse favorecida en la medida que la compañía mejore sus niveles de endeudamiento relativo y recupere la generación de flujos exhibida en el pasado.

Asimismo, para la mantención de la clasificación de bonos, se hace necesario que el nivel de endeudamiento consolidado de la compañía, en relación con el patrimonio de la misma, no aumente a futuro. Si bien, la compañía ha suscrito dos líneas de crédito, las que le dan disponibilidad de fondos por US\$ 700 millones (descritas más adelante), estas no se consideran como deuda financiera dado que aun no han sido utilizadas.

Por último, para la mantención de la clasificación de acciones es necesario que su liquidez bursátil se mantenga en niveles similares a los actuales.

---

## **Hechos Relevantes Recientes**

### **Resultados Primer Trimestre de 2008**

---

Durante los tres primeros meses de 2008 la empresa generó ingresos de explotación consolidados por MUS\$ 1.186.568, lo que representa un crecimiento de 19,79%, respecto a igual período del año anterior.

Durante el mismo período, los costos de explotación alcanzaron un monto de MUS\$ 1.106.715, lo que significó un crecimiento de 16,32% en relación a los tres primeros meses del año 2007.

Los gastos de administración y venta sumaron MUS\$ 82.551 durante el primer trimestre de 2008, en comparación a los MUS\$ 71.700 del primer trimestre del año pasado, lo que implicó un crecimiento de 15,13%.

El resultado de operación de este período fue negativo y ascendió a MUS\$ -2.698, lo que se compara favorablemente con la mayor pérdida operacional del primer trimestre de 2007 (MUS\$ 32.556) y de 2006 (MUS\$ 55.703). Por su parte, el *Ebitda* fue positivo por MUS\$ 5.474, en comparación a igual fecha del año pasado que fue MUS\$ -24.634. Considerando las obligaciones financieras de corto plazo (MUS\$ 12.398), la compañía cuenta con recursos suficientes para hacer frente a los mismos, dados los recursos disponibles a la fecha en caja, depósitos a plazo y valores negociables (US\$ 386.532).

El resultado no operacional de este período alcanzó una utilidad de MUS\$ 20.222, lo que representó un crecimiento de 47,92% en relación a los tres primeros meses del año pasado.

Como producto de todo esto, el resultado final del ejercicio alcanzó una utilidad de MUS\$ 10.104, lo que se compara favorablemente a la pérdida exhibida el primer trimestre de 2007 por MUS\$ 15.458.

---

### **Líneas de Crédito Suscritas**

---

CSAV tiene suscrita dos líneas de crédito de tipo *revolving* con los bancos HSH Nordbank AG de Alemania y BNP Paribas de Francia, las cuales, aprovechando las favorables condiciones ofrecidas por el sector financiero en el momento de la suscripción, le dan para el mediano plazo disponibilidad de fondos por US\$ 700 millones. Si bien, el objeto de estas líneas es contar con los recursos financieros para la eventual

---

<sup>1</sup> Corresponde a aquellos instrumentos que presentan una alta probabilidad que su clasificación no presente variaciones a futuro.

---

adquisición de naves en el futuro, actualmente no existe información pública sobre proyectos a financiar con estos recursos.<sup>2</sup>

---

### **Aumento de Capital**

La compañía ha aprobado un aumento de capital por US\$ 200 millones, a ser enterado en un plazo de hasta tres años, y cuyo destino será financiar en parte la construcción de naves portacontenedores.

---

## **Definición Categorías de Riesgo**

### **Categoría Primera Clase Nivel 1**

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la mejor combinación de solvencia, estabilidad de la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

### **Categoría A**

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

El signo “+” representa aquellos instrumentos con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

---

## **Oportunidades y Fortalezas**

*Integración Vertical y Horizontal:* La compañía por cuenta propia mantiene presencia en las distintas etapas del transporte marítimo (transporte, equipamiento portuario, operador portuario, agenciamiento, bodegaje, armadora y administradora de barcos, entre otros) y, con ello, posee una generación de flujos diversificada en términos consolidados y no necesariamente relacionadas entre sí (si bien existe una clara preponderancia de los ingresos ligados al precio del flete naviero).

En este aspecto cabe mencionar la presencia de la filial *Sudamericana Agencias Aéreas y Marítimas S.A. (SAAM)*, empresa líder a nivel de Sudamérica en lo relativo al negocio de agenciamiento naviero y operación portuaria.

Por otra parte, dadas las características propias de la industria y el tamaño de la compañía, ésta presenta una adecuada diversificación de sus negocios en términos de rutas y carga transportada, permitiéndole una mayor capacidad de maniobra en la utilización de sus naves y un menor impacto de los riesgos asociados a determinados tipos de productos transportados. Durante los últimos años la empresa ha extendido aún más sus actividades, destacándose la operación en Port Everglades (Estados Unidos), la expansión del servicio de remolcadores en Brasil y la apertura de de Agencias propias en India, Brasil, México, Argentina, Bélgica, Corea, Holanda, España e Italia.

*Estructura Financiera Conservadora:* La compañía ha llevado a cabo una política de crecimiento basada en un bajo nivel de endeudamiento y alta liquidez financiera, permitiéndole sobrellevar los períodos de baja del negocio, caracterizado por su alta variabilidad. A marzo de 2008, la compañía cuenta con un nivel de deuda financiera consolidado por US\$ 351,1 millones, recursos disponibles (caja, depósitos a plazo y valores negociables) por US\$ 386,5 millones y obligaciones financieras de corto plazo por sólo US\$ 12,4 millones.

A esto se añade la disponibilidad de recursos con los que cuenta la compañía actualmente, con la suscripción de las dos líneas de crédito de tipo *revolving*, mencionadas anteriormente, y que no han sido giradas.

---

<sup>2</sup> En todo caso, el impacto de la deuda para **CSAV** es limitado, considerando que la obligación financiera para **CSAV** dependerá de la garantía que entregue la compañía.

*Red de Asociaciones y Política de Crecimiento:* La empresa ha creado una importante red de asociaciones, la mayoría de ellas con las principales compañías de la industria, situación que le ha permitido incrementar la cobertura a sus clientes y acceder a mayores economías de escala.

Lo anterior, sumado al desarrollo interno y a la adquisición de nuevas filiales, ha permitido una mejor posición de la compañía en los mercados en donde participa, principalmente importante en la Costa Oeste y Este de Sudamérica, logrando ubicarse entre los 12 actores más relevantes dentro del contexto mundial.

*Administración de Flota:* La compañía cuenta con una política orientada a la operación de naves mantenidas bajo contratos de arrendamiento a diferentes plazos, de acuerdo con las perspectivas del mercado y a los planes de crecimiento de la compañía. A modo de ejemplo, la compañía y sus filiales durante el año 2007 tomaron en arriendo 152 naves, cifra que representa el 88% del número de naves disponibles (20 son las naves que pertenecen directa o indirectamente a la compañía). Esta política permite a la empresa una mayor correlación entre sus costos y las fluctuaciones de precio ante cambios en la demanda.

Del mismo modo, la política de Administración de Flota continúa con la renovación y mejora operacional a través de la adquisición de nuevas naves (a través de coligadas). De esta forma la empresa mejora su posición y riesgo relativo en la industria.

---

### **Factores de Riesgo**

*Volatilidad del Mercado:* El aumento discrecional de la oferta de capacidad de carga origina, a nivel de mercado, una alta volatilidad en las tarifas de transporte marítimo y de arriendo de naves, afectando la estabilidad de los resultados de las compañías del sector.

En este sentido, entre el último trimestre de 2005 y los primeros meses de 2007 se registró una importante caída en las tarifas de fletes, derivado del aumento en la oferta de naves, que no estuvo acompañado de un aumento proporcional de la demanda. Sólo durante los últimos meses de 2007 se observó una recuperación de tarifas en algunos tráficos, las que han tendido a mantenerse durante los primeros meses de este año.

*Tamaño Relativo de la Compañía:* El posicionamiento de mercado internacional de **CSAV**, en cuanto a carga transportada, es de baja importancia en comparación a los líderes mundiales, situación que debilita a la compañía en el acceso a economías de escalas y la hace dependiente de asociaciones con otras empresas del sector (competencia), característica común dentro del mercado. En todo caso, la compañía ha empezado a mitigar este hecho con la incorporación de naves propias, lo que disminuiría la dependencia de otras empresas.

A esto se une, que bajo estándares normales de calidad (norma ISO 9002), el servicio de flete naviero tiende a un comportamiento homogéneo y, por ende, transforma al factor precio como una variable relevante en la competencia dentro de la industria.

*Exposición a Variables Exógenas:* El transporte marítimo es altamente dependiente del comercio internacional. De esta forma, toda situación política o económica que afecta el intercambio comercial entre los países, repercute en el nivel de actividad del transporte naviero.

Por otro lado, la situación internacional, producto de los actos terroristas, genera incertidumbre debido a que repercute en la seguridad del transporte marítimo; el alza de precio del petróleo, además de incrementar los costos, podría frenar o desacelerar el crecimiento de la economía mundial; y el fortalecimiento de las monedas, podría generar dificultades en las pequeñas y medianas empresas, tanto exportadoras como sustitutas de importaciones, afectando el nivel de actividad. Actualmente, la demanda por transporte en

contenedores ha seguido creciendo y la oferta si bien ha aumentado, no lo ha hecho en las magnitudes proyectadas, en tanto el comportamiento futuro de las tarifas aun es incierto.

Por último, cabe mencionar, que ante eventos negativos para el ecosistema (vgr. derrame de petróleo u otros químicos) la compañía puede verse afectada por elevadas multas medio ambientales. En todo caso, se tiene como atenuante la existencia de seguros que cubren la totalidad de estos eventos.

*Políticas de Crecimiento Erradas:* Los riesgos que implican en este negocio la adopción de políticas de crecimiento erradas, son comparativamente mayores dado que la industria se caracteriza por alcanzar recurrentemente bajos niveles de rentabilidad operacional, incluso negativas en ciclos muy extremos.

### Antecedentes Generales

**Compañía Sud Americana de Vapores S.A.** es una sociedad anónima abierta, con domicilio en las ciudades de Valparaíso y Santiago. La sociedad se creó mediante escritura pública en Valparaíso con fecha 9 de octubre de 1872.

**CSAV** y sus filiales *Companhia Libra de Navegação, Montemar Marítima S.A. y Norasia Container Lines Ltd.*, participan en el transporte marítimo de carga en contenedores. Asimismo, **CSAV** participa directamente o por intermedio de filiales en el transporte de graneles líquidos y sólidos, cargas refrigeradas y automóviles. La filial *Sudamericana, Agencias Aéreas y Marítimas S.A. (SAAM)*, ofrece servicios portuarios y de logística terrestre en diversos puertos de América Latina.

Indirectamente **CSAV** incursiona en la administración de las concesiones del Puerto de San Antonio (Molo Sur) y del Puerto de San Vicente, por un plazo original de veinte y quince años, respectivamente (desde noviembre de 1999). La concesión fue adjudicada por la filial *SAAM* a través de sus empresas coligadas en sociedad con la norteamericana *SSA Holding International Inc.* Además, participa en la operación de la concesión del Puerto de Iquique, a través de la filial *Iquique Terminal Internacional S.A.*, en la que *SAAM* participa en un 60%. Durante el año 2004 *SAAM* se adjudicó por 20 años, en conjunto con otros socios, la concesión para operar dos terminales del puerto de Arica. Los contratos de operación respectivos permiten a las compañías operadoras de puertos recaudar los ingresos correspondientes a los servicios de muellaje a la nave y muellaje a la carga. Adicionalmente, se prestan en forma exclusiva los servicios propios de los agentes navieros tales como estiba, desestiba y almacenaje.

En junio de 2005 *SAAM* se adjudicó la concesión por 10 años de Port Everglades, un puerto de gran envergadura ubicado en Fort Lauderdale, en el estado de Florida, donde desde julio del presente Florida International Terminal, LLC, filial de *SAAM*, administrará un terminal marítimo capaz de recibir 150 mil contenedores al año. Port Everglades posee cinco sitios de atraque, siete grúas portacontenedores y un sitio de almacenamiento de 14 hectáreas.

En julio de 2007 *SAAM* cerró la compra de la empresa de remolcadores brasileña *Metalnave*. Esta empresa es dueña de 15 remolcadores, que operan en los siete principales puertos de Brasil, con lo cual *SAAM* completará una flota latinoamericana de 80 remolcadores.

Al 31 de marzo de 2008 la sociedad mantiene participación accionaria en las siguientes empresas:

Empresas Filiales Consolidadas	Participación %		Patrimonio (MUS\$)		R. Final (MUS\$)	
	Marzo 2008	Marzo 2007	Marzo 2008	Marzo 2007	Marzo 2008	Marzo 2007
<i>Sud. Agencias Aéreas y Marítimas S.A. y filiales</i>	100	100	9.945.956	347.055	17.075	17.625
<i>Emp. de Trans. Sud. Austral Ltda. y filial. (Chile)</i>	100	100	731	1.132	-90	-7

Empresas Filiales Consolidadas	Participación %		Patrimonio (MUS\$)		R. Final (MUS\$)	
	Marzo 2008	Marzo 2007	Marzo 2008	Marzo 2007	Marzo 2008	Marzo 2007
<i>Odfjell y Vapores S.A. (Chile)</i>	51	51	14.386	9.027	3.609	120
<i>Corvina Shipping Co. S.A. (Panamá) y filiales</i>	100	100	-239	239.450	242.241	1.181
<i>Tollo Shipping Co. S.A. (Panamá) y filiales</i>	100	100	316.672	203.174	12.270	-16.571
<i>CSAV Agency, LLC (EE.UU.)</i>	100	100	9.773	8.576	304	-689
<i>Cia Sud Americana de Vapores GmbH (Alemana)</i>	100	100	1.054	755	55	27
<i>Inversiones Plan Futuro S.A. (Panamá)</i>	100	100	0	167.558	41.567	-2
<i>Inversiones Nuevo Tiempo S.A. (Panamá)</i>	100	100	-658	1.836	0	-523
<i>South Trade Shipping Co. Inc.</i>	56,5	56,5	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
<i>North Trade Shipping Co. Inc.</i>	56,5	56,5	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
<i>CSAV Norasia Group (China) Shipping Compan</i>	100	100	5.318	4.674	21	225
<i>Norgistic (China) Limited</i>	100	100	1.285	1.159	15	-15
<i>CSAV Inversiones Navieras S.A.</i>	100	100	14.636	4.026	1.412	291

n.d.: no hay datos disponibles.

Asimismo, por medio de sus filiales, participa en otras sociedades que en total suman más de 100 empresas, tanto en el mercado nacional como en el ámbito internacional.

### Divisiones Operativas

<i>Servicios de Línea</i>	<i>Servicios de Transporte Marítimo desde y hacia la Costa Pacífico de Sudamérica, el Caribe y el Golfo de México-Estados Unidos</i>	Desde y hacia la costa Pacífico de Sudamérica al: <ul style="list-style-type: none"> <li>- Norte de Europa</li> <li>- Mediterráneo</li> <li>- Norteamérica Atlántico y Pacífico</li> <li>- México Pacífico</li> <li>- Golfo de México-Estados Unidos</li> <li>- Asia</li> <li>- Costa Atlántico de Sudamérica</li> <li>- Caribe</li> <li>- Chile Centro/Sur</li> <li>- Chile Centro/Norte</li> </ul> Desde y hacia el Caribe a: <ul style="list-style-type: none"> <li>- Golfo de México-Estados Unidos</li> <li>- Asia</li> <li>- Norte de Europa</li> <li>- Mediterráneo</li> </ul>
	<i>Servicios de Transporte Marítimo desde y hacia la Costa Atlántica de Sudamérica</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- A la Costa Este de Sudamérica</li> <li>- A la Costa Atlántica de Estados Unidos</li> <li>- Al Norte de Europa</li> <li>- A Sudáfrica</li> <li>- A la región de Asia</li> </ul>
<i>Servicio de Transporte de Graneles Líquidos</i>	Ofrece servicios de transporte de ácido sulfúrico y otros productos químicos en Chile a través de la filial Odfjell y Vapores S.A., donde es socio de Odfjell Seachem, el principal operador mundial de este tipo de productos.	
<i>Servicio de Transporte de Graneles Sólidos</i>	Transporta concentrados de cobre desde la Costa Pacífico de Sudamérica con destino a Asia. Las naves son posicionadas en la Costa Pacífico de Sudamérica con carbón y granos.	
<i>Servicio de Transporte de Carga Refrigerada y Congelada</i>	A través de la filial CSAV Panamá, transporta fruta y productos refrigerados. Durante la temporada de exportación de fruta fresca se ofrece un servicio en naves refrigeradas arrendadas desde Chile hacia ambas costas de Estados Unidos. Este servicio se complementa con contenedores refrigerados, transportados en naves de Servicios de Línea.	

<i>Servicio de Transporte de Automóviles</i>	El transporte de automóviles cubre las siguientes rutas: - Japón, Corea y China con destino a Perú y Chile. - Argentina y Brasil hacia la Costa Este de México, Colombia, Venezuela y el Caribe. - Brasil y Argentina hacia la Costa Oeste de Sudamérica, América Central y México. - Brasil y Argentina en ambos sentidos (MERCOSUR). - Costa Oeste de México y América Central hacia la Costa Oeste de Sudamérica. - Norte de Europa hacia la Costa Oeste de Sudamérica, América Central y México. - Costa Este de Estados Unidos hacia Venezuela, Colombia, Costa Este y Oeste de Sudamérica. - China hacia el Golfo Pérsico, India y Sudáfrica.
<i>Norasia Container Lines Ltd.</i>	Ofrece servicios en los tráficos Este-Oeste entre Asia y el Norte de Europa, el Mediterráneo, el Golfo Pérsico, el subcontinente Indio y Norteamérica.
<i>Companhia Libra de Navegação y Compañía Libra Navegación (Uruguay) S.A.</i>	Ofrecen servicios de transporte de carga en contenedores desde y hacia la Costa Atlántico de Sudamérica al Norte de Europa, Mediterráneo, Norteamérica Atlántico, Golfo de México y EEUU, Caribe y Costa Pacífico de Sudamérica.

### **Flota de la Compañía y sus Filiales**

A diciembre de 2007, la compañía y sus filiales operan una flota del orden de las 172 naves, de las cuales 152 fueron tomadas en arrendamiento y el resto son, total o parcialmente, de propiedad del grupo (20).

#### **Flota de CSAV, Filiales y Coligadas**

<i>Naves</i>	<i>Año de Construcción</i>	<i>Empresa Propietaria</i>	<i>Tonelaje (tons mé)</i>	<i>Tipo de Nave</i>	<i>Velocidad en Nudos</i>
Pacific Runner	1977	Filial	17.830	Porta-vehículos	17,4
Río Enco	1978	CSAV	7.426	Porta-vehículos	16,5
Bow Cóndor	1978	Filial	28.022	Transporte Químicos	16,0
Braztrans I	1980	Filial	38.186	Granadero	15,0
Río Bueno	1980	Filial	11.076	Porta-vehículos	16,5
Río Blanco	1981	Filial	18.142	Porta-vehículos	17,0
Bow Pacífico	1982	Filial	18.657	Transporte Químicos	15,2
Atlixco	1982	Coligada	18.217	Porta-vehículos	18,0
Pacific Winner	1987	CSAV	23.485	Porta-vehículos	16,5
Mapocho	1999	CSAV	21.182	Portacontenedores	19,0
Norasia Alya	2004	Coligada	41.748	Portacontenedores	22,2
Limari	2005	Coligada	51.870	Portacontenedores	23,4
Loa	2005	Coligada	51.870	Portacontenedores	23,4
Lircay	2006	Coligada	51.870	Portacontenedores	23,4
Longaví	2006	Coligada	51.870	Portacontenedores	23,4
Chaitén	2006	Coligada	68.228	Portacontenedores	24,4
Chacabuco	2006	Coligada	68.228	Portacontenedores	24,4
Pucón	2006	Coligada	80.250	Portacontenedores	25,1
Puelo	2006	Coligada	80.250	Portacontenedores	25,1
Palena	2006	Coligada	80.250	Portacontenedores	25,1

En cuanto a las naves porta-contenedores arrendadas con que opera la compañía, una parte es contratada a corto y mediano plazo (menos de dos años), estrategia que busca flexibilizar la capacidad de la flota ante las fluctuaciones en las tarifas por servicios y en el precio de arriendo.

Adicionalmente, CSAV por medio de SAAM posee 94 remolcadores que pertenecen directa o indirectamente a la compañía.

### **Proyectos de Construcción**

#### **Naves de 6.300 Teus**

En septiembre de 2006, se aprobó la venta a Peter Döhle Schifffahrts KG del 50% que, a través de coligadas, posee en 4 naves de 5.500 Teus cada una, por US\$ 85 millones por nave (US\$ 45,5 millones por el 50% de la



participación que CSAV poseía en cada nave). Simultáneamente, se aprobó la compra del 50% de seis naves de 6.300 Teus cada una, en conjunto con Peter Döhle Schiffahrts KG, a un precio de US\$ 85,55 millones por nave. La entrega de las naves está prevista para el período comprendido entre los años 2009 y 2010.

### **Naves de 12.000 Teus**

El 31 de julio de 2007, se informó la compra de cuatro nuevas construcciones de naves de aproximadamente 12.000 Teus, por un precio estimado de US\$ 160 millones cada una. La sociedad reconoce que este proyecto ayudará a la eficiencia de la compañía, al tratarse de naves de gran tamaño.

## **Información de Mercado**

### **Negocio Naviero**

En los últimos 25 años, la actividad naviera mundial ha experimentado un considerable crecimiento, explicado por el desarrollo económico y la globalización, el fuerte impulso exportador de las economías asiáticas y la desregulación del comercio exterior en general y del transporte naviero en particular. Esta tendencia se ha dado en las economías latinoamericanas a partir del comienzo de la década de los '90, cuando la gran mayoría de ellas desregularon sus economías.

La actividad de transporte marítimo es muy competitiva y se caracteriza por ser sensible a la evolución de la actividad económica. Los desfases entre ésta y la oferta de la capacidad de carga originan una alta volatilidad en las tarifas de transporte marítimo y de arriendo de naves.

Los servicios de transporte marítimo se pueden dividir en siete segmentos principales:

- ❖ Servicio de Transporte de Carga en Contenedores,
- ❖ Servicio de Transporte de Automóviles,
- ❖ Servicio de Transporte de Graneles Sólidos,
- ❖ Servicio de Transporte de Carga Refrigerada,
- ❖ Servicio de Transporte de Cemento,
- ❖ Servicio de Transporte de Petróleo y Derivados, y
- ❖ Servicio de Transporte de Productos Químicos y Gas.

El segmento de mayor importancia para CSAV es el transporte de carga en contenedores.

### **Negocio de Transporte de Carga en Contenedores**

Los principales mercados en el transporte de contenedores son los denominados Este-Oeste, que comprenden los tramos de Asia-Europa, Transpacífico y Transatlántico. Después siguen los tráficos denominados Norte-Sur, entre los que se destacan por su importancia aquellos que cubren los tramos entre Sudamérica y Asia, Norteamérica, Europa y el Mediterráneo.

La actividad de transporte de contenedores ha vivido un fuerte proceso de consolidación durante los últimos años, caracterizado por la formación de alianzas o fusiones y adquisiciones, que buscan ampliar la cobertura de servicios y reducir los costos.

### **Marco Regulatorio**

El marco regulatorio vigente en Chile está dado principalmente por las siguientes leyes:

- ❑ Ley N° 2.222, del 31 de mayo de 1978, que regula las actividades concernientes a la navegación y las relacionadas con ella. Ha sido modificada por las leyes 18.011, del 1° de julio de 1981; 18.454,

del 11 de noviembre de 1985; 18.680, del 11 de enero de 1988; 18.692, del 19 de febrero de 1988; y 19.929, del 11 de febrero de 2004.

- ❑ El DL 3.059, del 22 de diciembre de 1979, que contiene un nuevo texto de la ley sobre Protección de la Marina Mercante Nacional.
- ❑ Ley N° 18.680, del 11 enero de 1988, que sustituyó la legislación marítima comercial de Chile en su totalidad y promulgó el nuevo Libro Tercero del Código del Comercio, denominado De la Navegación y el Comercio Marítimo, en el cual se establecen, entre otros aspectos, las obligaciones y responsabilidades de los transportistas y usuarios en la operación marítima de la carga.

Existen otras normas contenidas en diferentes cuerpos legales. Entre ellas, la Ley 19.911, del 14 de noviembre de 2003, que modificó totalmente las disposiciones del DL 211 sobre protección a la libre competencia, pero que opera coordinadamente con las reglas contenidas en el referido DL 3.059, de 1979.

En el ámbito internacional existe un conjunto de regulaciones que cubren diversos aspectos del negocio naviero. Cabe destacar aquellas que establecen normas medioambientales que impactan desde la construcción hasta la operación de las naves; aduaneras, que definen las prácticas de comercio que deben observar las partes; de inmigración, que regulan las actividades de las tripulaciones; de operación portuaria y, más recientemente, normas antiterroristas.

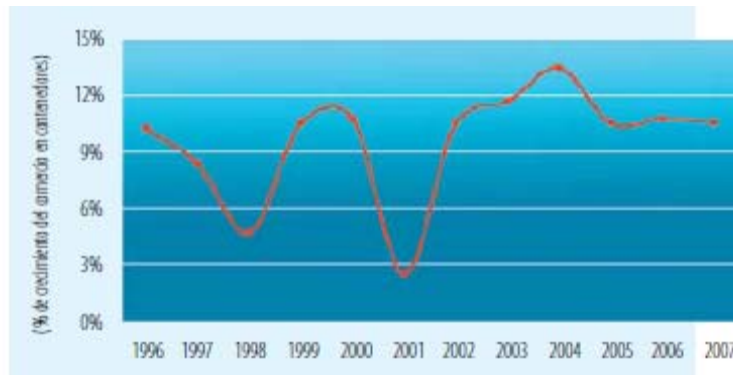
## Competencia

El segmento de transporte de carga general en contenedores ha tenido desde sus inicios un fuerte crecimiento. El rendimiento y calidad en el servicio que ofrece el contenedor ha permitido su desarrollo como alternativa a otros medios de transporte, lo que explica que el crecimiento de este segmento supere al comercio exterior en general.

Con posterioridad a la recesión que afectó en forma más o menos simultánea a las principales economías del mundo en el 2001, la demanda por transporte en contenedores se recuperó vigorosamente a partir del segundo semestre de 2002, y mostrando un crecimiento de 11,0% en el 2003, de 13,4% en el 2004, de 10,5% en el 2005, 10,7% en el 2006 y 10,1% en el 2007.

Durante el año 2007, los tráficos de mayor importancia en volumen desde Asia a Europa y desde Asia a Norteamérica, mostraron un crecimiento en torno a 15% y 6%, respectivamente.

**Evolución de la Demanda**  
**Porcentaje de Crecimiento del Comercio en Contenedores**



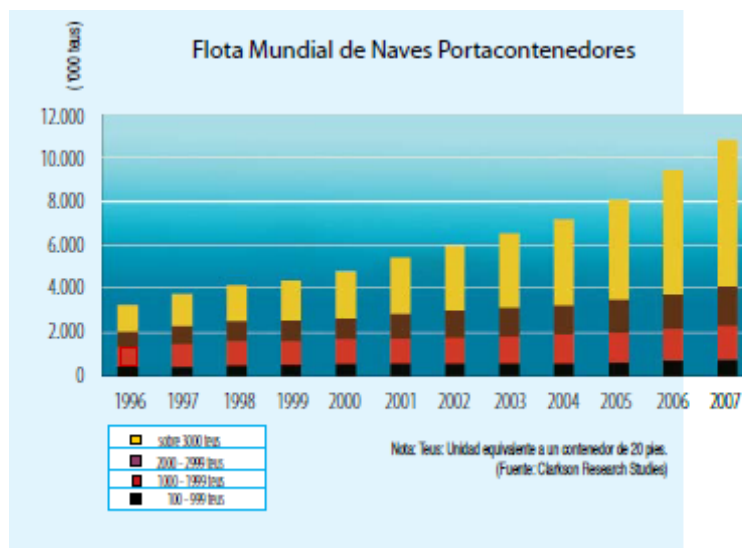
Fuente: Clarkson Research Studies.

La oferta de naves portacontenedores ha crecido continuamente en los últimos 10 años, aumentando tanto el tamaño como la velocidad de las naves, lo que ha permitido mejorar la calidad del servicio y reducir los costos.

La capacidad global de transporte de contenedores aumentó en un 13,6% durante el año 2007, cifra inferior al 16,6% alcanzado el 2006, pero superior al 13,1% del 2005, al 7,9% del 2004 y 7,3% del 2003.

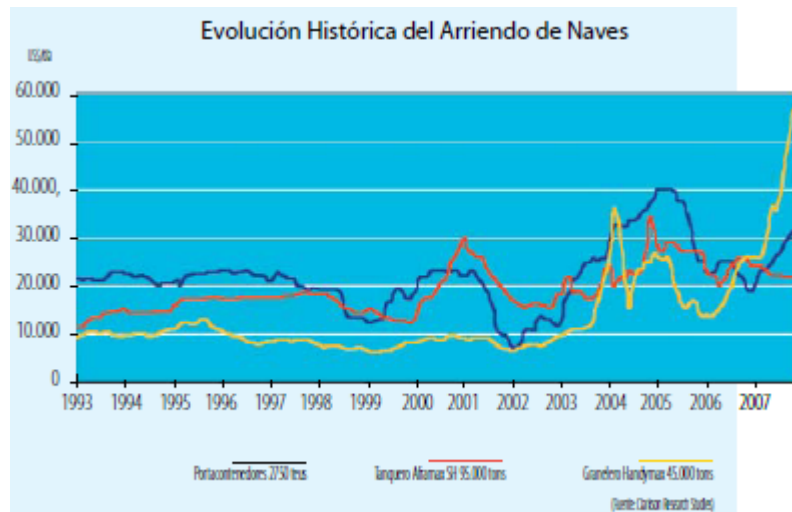
Al igual que 2005 y 2006, el crecimiento de la oferta superó el crecimiento de la demanda, sin embargo la brecha entre ambas disminuyó respecto del año anterior. Las tarifas de flete en naves portacontenedores mostraron una importante recuperación en el año 2007, a pesar del incremento de la oferta, debido al fuerte crecimiento de la demanda en el tráfico Asia-Europa, al gran crecimiento en mercados nuevos tales como el Mar Negro, Medio Oriente y África, y al extraordinario y sostenido auge en el mercado granelero, que ha acelerado el proceso de containerización de carga tradicionalmente transportada en naves graneleras. El arriendo de naves portacontenedores presentó una sostenida recuperación desde el inicio del año 2007, estabilizándose durante el último trimestre. Como consecuencia, el arriendo promedio anual superó al observado en el año 2006 en la mayoría de los segmentos de naves portacontenedores.

El mercado de arriendo de naves graneleras continuó su ascenso el año 2007, proceso que se inició el año 2006. Los niveles alcanzados fueron históricos, casi el doble de los niveles record del año 2004. El vigor de la economía china demandante de mineral de hierro, carbón y materiales necesarios para su infraestructura, mantuvieron un mercado en permanente alza. Contribuyó asimismo a esta situación la congestión en puertos australianos debido a la gran demanda por carga y problemas en las vías terrestres para tener acceso a los puertos de carguío. El incremento en las tarifas de fletes fue de tal magnitud, que la carga embarcada normalmente a granel, como concentrado de cobre, se ha comenzado a containerizar para lograr tarifas más convenientes.



Fuente: CSAV.

El mercado de naves *reefer* estuvo en promedio más alto en 2007 comparado con el año anterior. Particularmente en la temporada alta, esto es, en el primer semestre del año, los niveles de arriendo fueron mayores a aquellos observados en el año 2006. Las buenas cosechas de fruta del hemisferio sur aumentaron la demanda por espacio para arribar al hemisferio norte en su época invernal. Es importante destacar que persiste el problema de falta de inversión en nuevas naves frigoríficas convencionales. Asimismo, continúa la desviación de la carga de naves convencionales con cámaras frigoríficas a naves containeras que utilizan *containers* con capacidad de refrigeración.



Fuente: CSAV.

## Posicionamiento de CSAV

CSAV se ha consolidado como transportista global, con fuerte presencia en las rutas entre Sudamérica y el resto del mundo, operando una flota promedio de más de 100 naves y participando activamente en los mercados de carga general en contenedores, graneles, frigoríficos y vehículos.

## Antecedentes de Administración y Propiedad

### Directorio y Ejecutivos

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

Cargo	Nombre
Presidente	Ricardo Claro Valdés
Vicepresidente	Jaime Claro Valdés
Director	Luis Álvarez Marín
Director	Joaquín Barros Fontaine
Director	Juan Andrés Camus Camus
Director	Arturo Claro Fernández
Director	Patricio García Domínguez
Director	Felipe Lamarca Claro
Director	Baltazar Sánchez Guzmán
Director	Christoph Schiess Schmitz
Director	Patricio Valdés Pérez

La administración de la compañía está liderada por el Sr. Juan Antonio Álvarez Avendaño, Gerente General, y conformada por 19 gerencias que se detallan a continuación.

Cargo	Nombre
Gerente de Sistemas	Roberto Aguiló Ríos
Gerente Líneas Libra	Enrique Arteaga Correa
Gerente Región Europa	Arturo Ricke Guzmán
Gerente Frigoríficos	Jorge Villagra Mendoza
Gerente Estudios	Vivien Swett Brown

Cargo	Nombre
Gerente Región Norteamérica	Andrés Kulka Kuperman
Gerente Línea Costa Oeste Sudamérica	Luis Álvarez Ríos
Gerente Líneas Costa Este	Gonzalo Baeza Solsona
Gerente Líneas Norasia	Guillermo Ginesta Bascuñán
Gerente de CSAV Group Asia	Mario Da-Bove Andrade
Gerente Contralor	Gabriel Escobar Pablo
Gerente Marketing y Comercial	Francisco Subiabre Vergara
Gerente Chartering, Graneles y Automóviles	Santiago Bielenberg Vásquez
Gerente Regional Costa Oeste Sudamérica	Eugenio Cruz Novoa
Gerente Servicios a la Carga e Intermodal	Rafael Della Maggiora Silva
Gerente Terminales y Logística	Fernando Valenzuela Diez
Gerente Administración y Finanzas	Rafael Ferrada Moreira
Gerente Región Asia	Alejandro Pattillo Moreira
Gerente Armatorial	Héctor Arancibia Sánchez

## Accionistas

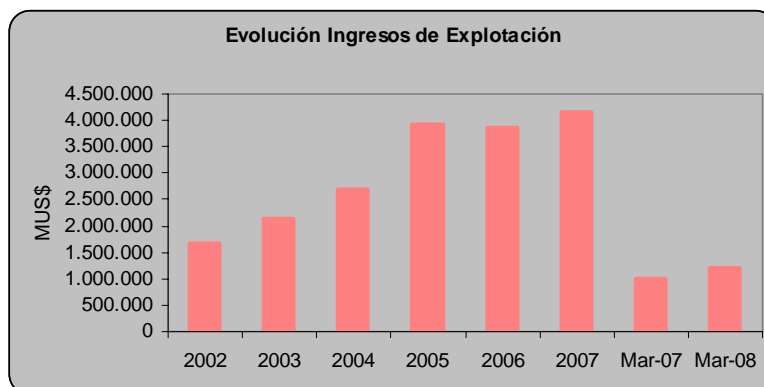
Un 48,03% de la propiedad de **CSAV** está controlada por las siguientes personas naturales o jurídicas:

Grupo	Participación en Propiedad
Marítima de Inversiones S.A.	45,42%
Servicios y Consultorías Hendaya S.A.	1,93%
Navarino S.A.	0,68%
María Luisa Vial Lecaros	0,001%
Ricardo Claro Valdés	0,001%
<b>Total Controlador</b>	<b>48,03%</b>

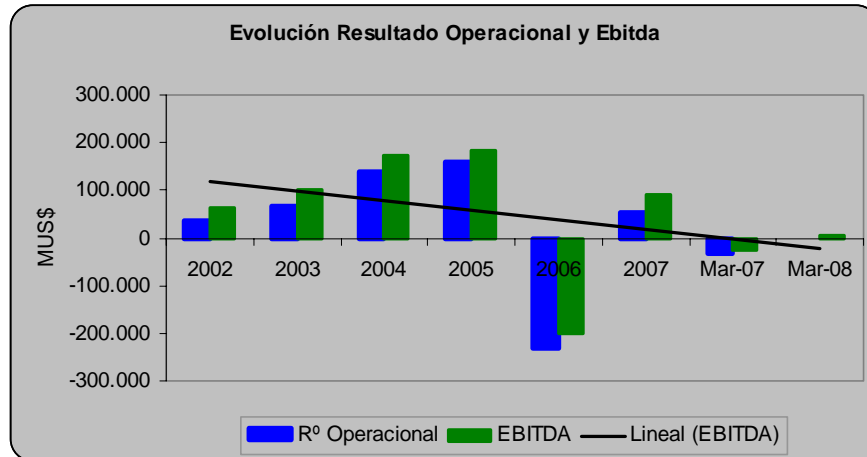
## Evolución Financiera

### Ingresos, Resultado Operacional y Ebitda

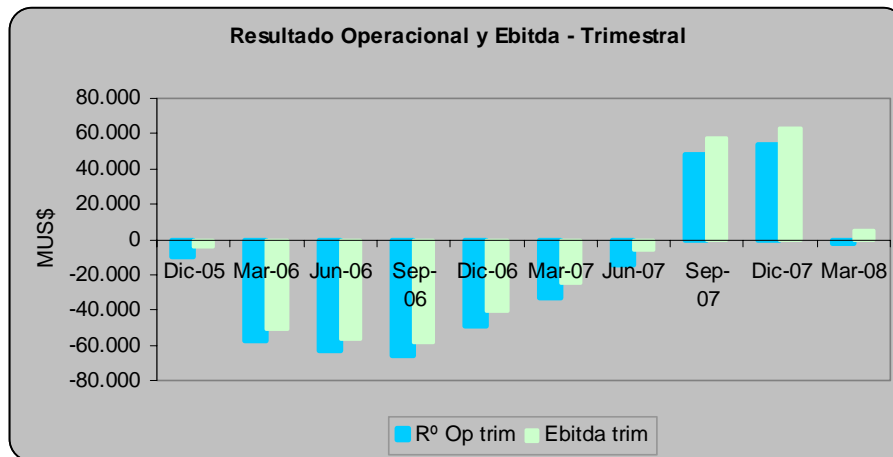
Las cifras de los últimos seis años, muestran que después de una contracción de 3% en el 2002, los ingresos de explotación de **CSAV** crecieron paulatinamente todos los años, excepto el 2006 cuando los ingresos caen 2%. Entre 2003 y 2005 se observan tasas de crecimiento anuales superiores al 26%, acorde con el crecimiento mostrado por la demanda. Durante el 2006 la tasa de crecimiento fue negativa, fundamentalmente por efecto de las menores tarifas de los fletes a nivel de mercado, situación que se empezó a revertir en el primer trimestre de 2007.



Por otra parte, tanto a nivel de resultado operacional como de *Ebitda*, la tendencia hasta el 2005 fue favorable. Sin embargo, por las variables externas que han afectado a la industria naviera (menores precios de los fletes y alza en el precio de los combustibles) la compañía presenta un resultado operacional y *Ebitda* negativo durante el 2006, pero que empezó a recuperarse desde el tercer trimestre de 2007.

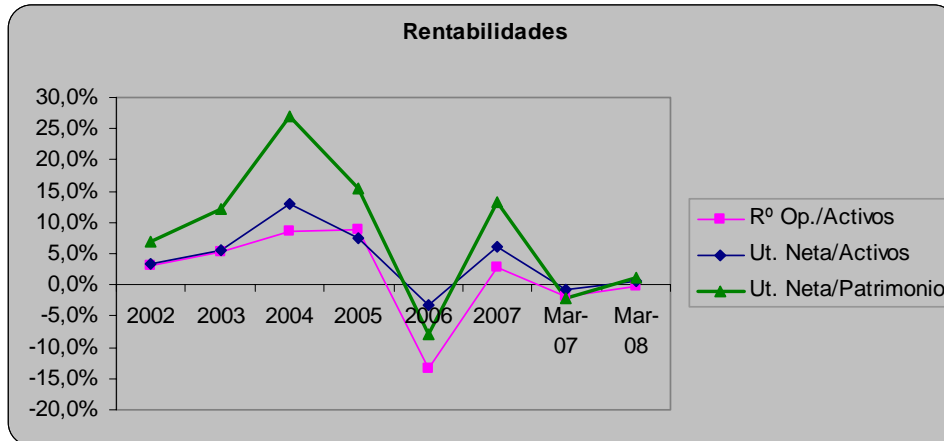


Al observar los resultados por trimestre - en particular desde que se empezaron a originar pérdidas - se evidencian los resultados positivos de los últimos dos trimestres del año 2007, aunque con caída el primer trimestre de este año.



## Rentabilidades

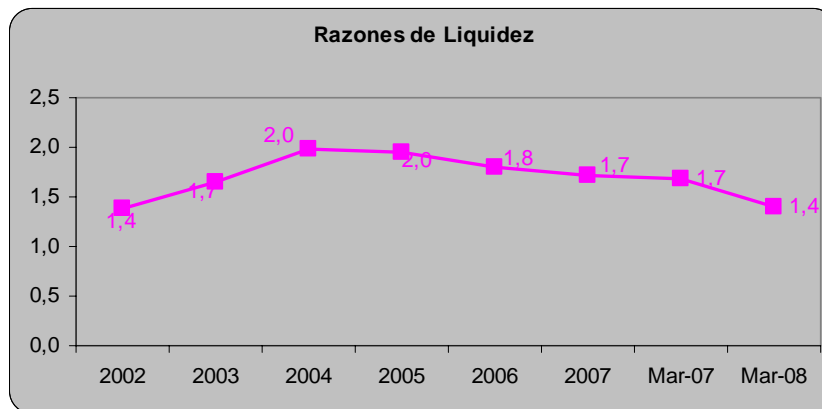
Como consecuencia del comportamiento descrito anteriormente, los niveles de rentabilidad hasta el 2004 fueron al alza. Durante el año 2005 se observa el fuerte efecto de los resultados no operacionales (menores ingresos fuera de explotación, menor utilidad de inversión en empresas relacionadas y diferencias de cambio), que afectaron los *ratios* de rentabilidad neta.



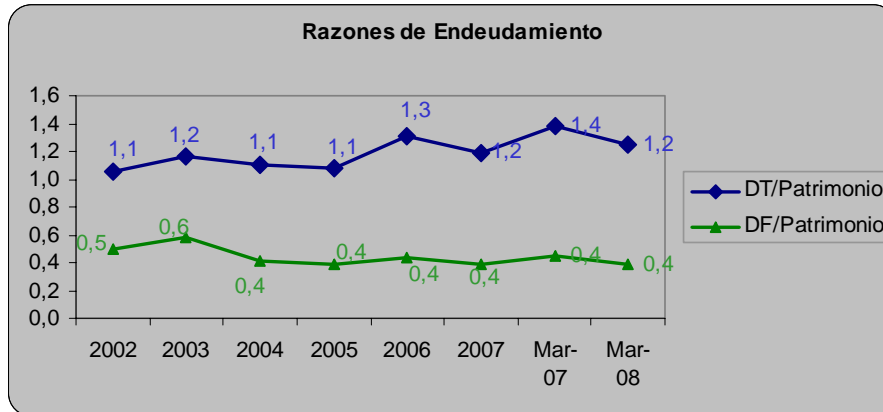
Las rentabilidades a marzo consideran los resultados de los tres primeros meses de cada año, por lo que no son comparables con las restantes.

## Liquidez y Endeudamiento

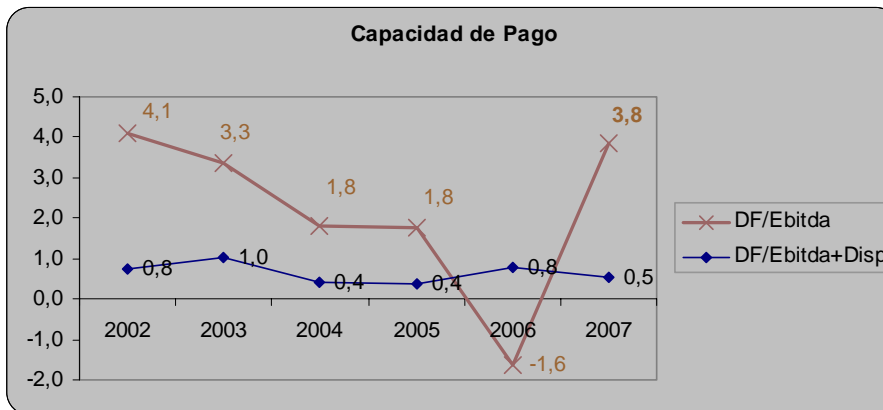
La compañía presenta niveles de liquidez corriente superiores a 1,4 durante el horizonte de los últimos siete años, relación que no se deterioró durante los trimestres operacionales negativos.



Respecto a los niveles de endeudamiento, medido en términos de pasivo exigible sobre patrimonio (endeudamiento total) se encuentra en niveles controlables y reducidos si se calcula sobre la base de deuda financiera.



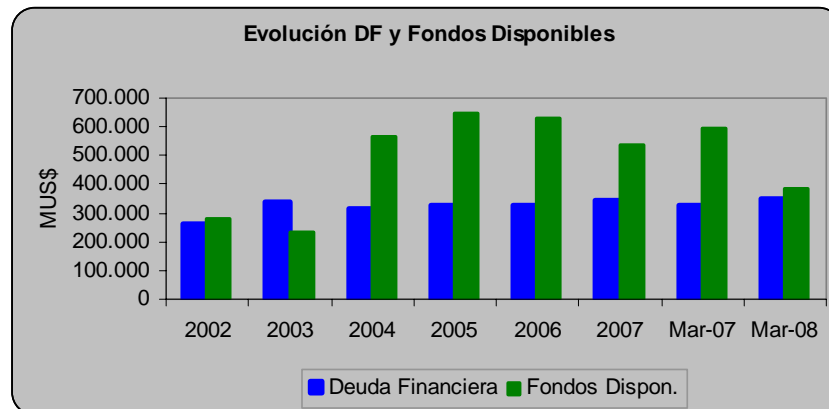
Por otra parte, la capacidad de pago, medida como deuda financiera sobre *Ebitda*, mostró una tendencia importante a la baja en los años 2004 y 2005, explicado por las mejoras en los resultados de la compañía. En el 2006 pasa a ser negativo dado el *Ebitda* negativo del período. Sin embargo, si consideramos, además del *Ebitda*, los fondos disponibles (caja, depósitos a plazo y valores negociables) el ratio muestra la estabilidad y capacidad financiera de la sociedad.



La deuda financiera de la compañía a marzo de 2008 alcanza US\$ 351,1 millones y está conformada por deuda bancaria (75% del total) y deuda por bonos (25% restante). Del total de deuda financiera, sólo 3,5% tiene vencimiento en el corto plazo.

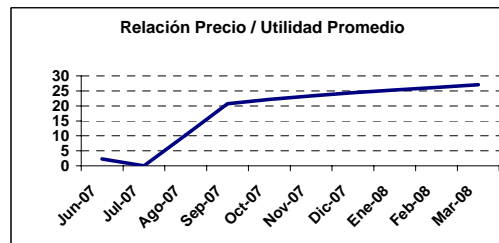
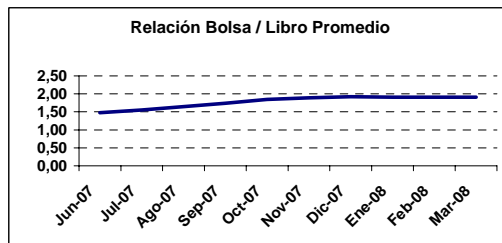
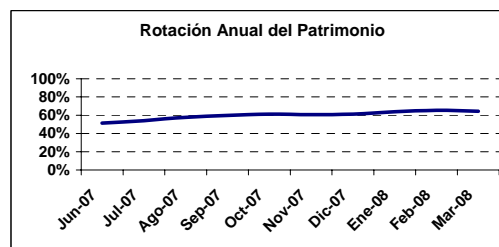
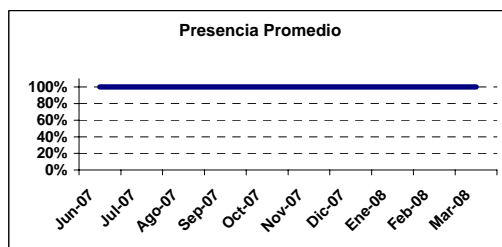
Por último, si comparamos la deuda financiera histórica de la compañía con los fondos disponibles a igual fecha, se demuestra la conservadora política financiera del emisor, reflejado en un endeudamiento financiero estable y la mantención de un nivel de caja holgado.





### Antecedentes de los Instrumentos

#### Desempeño Bursátil de la Acción

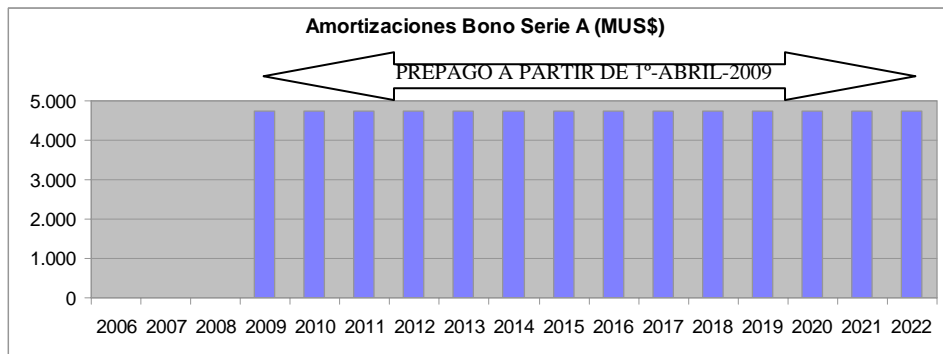


### Características de los Títulos de Deuda

#### Características de los Bonos Vigentes – Series A1 y A2

Monto Vigente	MUS\$ 88.310
Fecha de Vencimiento	1º/octubre/2022
Garantías	No hay
Covenants Financieros	i) Endeudamiento individual (deuda financiera/patrimonio total) < 1,0 ii) Endeudamiento consolidado (deuda financiera/patrimonio total más interés minoritario) < 1,2 iii) Patrimonio mínimo: MUS\$ 350.000
Prepago	A contar del 1º/abril/2009

**Gráfico de Amortizaciones de Capital Bono Series A1 y A2**



*“La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Superintendencia de Valores y Seguros y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma”.*