

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

Julio 2006

Categoría de Riesgo y Contacto¹

Tipo de Instrumento	Categoría	Contactos	
Bonos	A+	Socio Responsable	Alejandro Sierra M.
Títulos Accionarios	Primera Clase Nivel 1	Gerente a Cargo	Aldo Reyes D.
Tendencia	Estable	Analista	Margarita Andrade P.
Otros Instrumentos	No hay	Teléfono	56-2-204 7293
		Fax	56-2-223 4937
EEFF Base	31 marzo 2006	Correo Electrónico	ratings@humphreys.cl
		Sitio Web	www.humphreys.cl
		Tipo de Reseña	Informe Anual

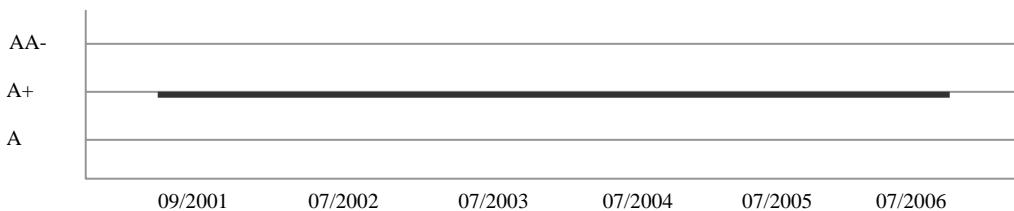
Número y Fecha de Inscripción de Instrumentos Vigentes

Series A1 y A2

Nº 274 de 12.10.01

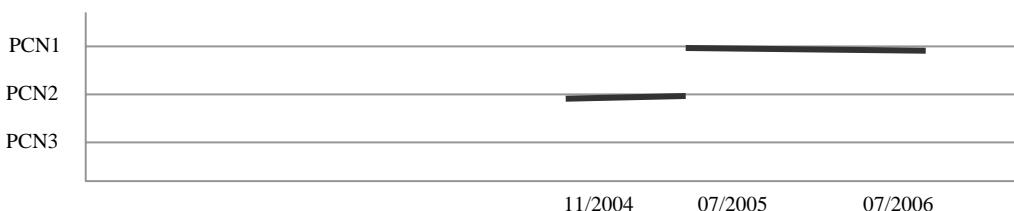
Clasificación Histórica

Bonos



Clasificación Histórica

Acciones



¹ Moody's Investors Service, Inc. ("Moody's") owns a minority interest in Clasificadora de Riesgo Humphreys Limitada ("Humphreys") and does not control the management or ratings activity of Humphreys. Moody's is not responsible or liable in any way for any ratings issued by Humphreys. Unless otherwise specified, Moody's is not responsible for any research or other information provided by Humphreys.

Estado de Resultados Consolidado

Cifras en Miles de US\$	Año 2002	Año 2003	Año 2004	Año 2005	Marzo 2006
Ingreso Operacional	1.674.948	2.135.539	2.685.886	3.894.961	945.249
Costo Explotación	1.418.569	1.862.876	2.285.169	3.366.506	929.741
Gasto Admin. y Venta	221.688	206.132	255.365	363.878	73.118
Resultado Operacional	34.691	66.531	145.352	164.577	-57.610
Gastos Financieros	27.303	28.723	30.380	35.223	6.806
Resultado No Operacional	16.522	15.048	83.551	2.215	20.474
Utilidad Neta	36.778	72.323	207.124	132.303	-37.322

Balance General Consolidado

Cifras en Miles de US\$	Año 2002	Año 2003	Año 2004	Año 2005	Marzo 2006
Activo Circulante	518.009	564.584	1.023.973	1.132.964	1.083.467
Activo Fijo	262.307	272.109	245.263	272.086	271.315
Otros Activos	299.150	441.295	339.653	405.228	393.896
Total Activos	1.079.466	1.277.988	1.608.889	1.810.278	1.748.678
Pasivo Circulante	374.784	341.866	515.870	594.294	582.440
Pasivo Largo Plazo	179.627	345.399	326.112	360.653	354.806
Patrimonio más IM	525.055	590.723	766.907	855.331	811.432
Total Pasivos y Patrimonio	1.079.466	1.277.988	1.608.889	1.810.278	1.748.678

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.

Las fortalezas de la compañía, que sirven de fundamento a la clasificación de riesgo de sus bonos en “A+” y sus títulos accionarios en “Primera Clase Nivel 1”, son:

- 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;
- La capacidad de gestión que ha mostrado la administración, la que se refleja en el importante desarrollo que ha tenido la compañía;
- 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 adecuada diversificación de sus líneas de negocios;
- La integración vertical de sus negocios, participando en las distintas etapas del transporte marítimo (transporte, equipamiento portuario, operador portuario, agenciamiento, bodegaje, armadora y administradora de barcos, entre otros). Cabe destacar que durante el 2005 y 2006 la empresa ha

extendido aún más sus actividades, destacando entre otras, la operación en Port Everglades (USA), la expansión del servicio de remolcadores en Brasil y la apertura de Agencias propias en México, Brasil, Argentina, Korea, India y Alemania.

- 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% (clasificación de acciones).

Desde otra perspectiva, la clasificación reconoce los siguientes riesgos a los cuales se ve enfrentada la sociedad:

- La inestabilidad que ha mostrado la industria naviera, lo que repercute en la volatilidad de su generación de caja;
- Los efectos negativos de la situación económica mundial (actos terroristas);
- El efecto en los costos del alza en el precio del petróleo;
- Los efectos del fortalecimiento del peso;
- El tamaño relativo de la compañía en relación con los operadores líderes del mercado a nivel global (y sus efectos en el acceso a economías de escala);
- Los riesgos que implican en este negocio la adopción de políticas de crecimiento erradas y lo sensible de los resultados a las variaciones en el precio.

La tendencia de clasificación se califica en “*Estable*”², 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.

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\$ 550 millones (descritas más adelante), estas no se consideran como deuda financiera dado que aun no han sido utilizadas. En nuestra opinión, el impacto que tendría este nuevo financiamiento en la capacidad de pago de la compañía dependerá del monto efectivamente utilizado, de ser giradas.

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 2006

Durante los tres primeros meses de 2006 la empresa generó ingresos de explotación consolidados por MUS\$ 945.249, lo que representa una disminución de 2,89%, respecto a igual período del año anterior. Esta caída se explica íntegramente por los menores precios promedio de los fletes observados.

Durante el mismo período, los costos de explotación alcanzaron un monto de MUS\$ 929.741, lo que significó un crecimiento de 11,20% en relación a los tres primeros meses del año 2005. El principal factor que incide en este incremento es el alza en los precios de combustible. A esto se une que parte de los costos de operación en Chile y Brasil se vieron negativamente afectados por la importante depreciación del dólar en estos países.

² Corresponde a aquellos instrumentos que presentan una alta probabilidad que su clasificación no presente variaciones a futuro.

Los gastos de administración y venta sumaron MUS\$ 73.118 durante el primer trimestre de 2006, en comparación a los MUS\$ 76.459 del primer trimestre del año pasado, lo que implicó una disminución de 4,37%.

El resultado de operación de este período fue negativo y ascendió a MUS\$ -57.610, lo que se compara desfavorablemente con el resultado operacional del primer trimestre de 2005 (MUS\$ 60.813). Asimismo, el *Ebitda* fue negativo por MUS\$ -50.726. Sin embargo, debido a los recursos disponibles (disponible, depósitos a plazo y valores negociables) con los que cuenta la compañía le permiten superar adecuadamente este escenario desfavorable.³

El resultado no operacional de este período alcanzó una utilidad de MUS\$ 20.474, lo que representó un crecimiento de 433,32% en relación a los tres primeros meses del año pasado, explicado por un mejor resultado en Diferencia de Cambio y por mayores Otros Ingresos Fuera de Explotación, que obedece por una parte al impuesto por recuperar por las pérdidas del primer trimestre y por otra parte a los mejores resultados en derivados de tasas de interés y combustible.

Como resultado de todo esto, el resultado final del ejercicio alcanzó una pérdida de MUS\$ 37.322.

Líneas de Crédito Suscritas

CSAV ha suscrito dos líneas de crédito de tipo *revolving* con los bancos HSH Nordbank AG de Alemania y BNP Paribas de Francia, en septiembre de 2005 y junio de 2006, respectivamente, las que le dan disponibilidad de fondos por US\$ 550 millones para el mediano plazo, aprovechando las favorables condiciones ofrecidas por el sector financiero. Si bien, el objeto de estas líneas es contar con los recursos financieros para la eventual adquisición de naves en el futuro, actualmente no existe información pública sobre proyectos a realizar en el corto plazo.

Definición Categoría 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

Administración de Flota: Dentro de las principales fortalezas de la sociedad destaca la existencia de 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 2005 tomaron en arriendo 138 naves, cifra que representa el 88% del número de naves disponibles (18 son las naves que pertenecen directa o indirectamente a la compañía). Esta

³ La compañía cuenta con recursos disponibles por US\$ 610,6 millones, a marzo de 2006, en tanto sus obligaciones financieras de corto plazo alcanzan US\$ 8,3 millones.

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.

Capacidad de Gestión: Sin perjuicio de las disminuciones registradas en el nivel de operaciones durante los años 1998, 2001 y 2002 y el primer trimestre de 2006, en la última década la **CSAV** ha experimentado un crecimiento sostenido en su nivel de actividad, incluso dentro de ciclos negativos para la industria, logrando incrementar sus ingresos en 3,7 veces entre los años 1997 y 2005 (los ingresos a marzo de 2006 muestran una disminución de 2,9% en relación al primer trimestre de 2005, debido a los menores precios promedio de los fletes a nivel de mercado).

Red de Asociaciones: 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.

Posición Competitiva en Mercados Específicos: **CSAV** ha logrado consolidar, mediante el desarrollo interno y la adquisición de nuevas filiales, una adecuada posición en los mercados en donde participa - principalmente en la Costa Oeste y Este de Sudamérica - logrando ubicarse entre los 15 actores más relevantes dentro del contexto mundial.

Además, dadas las características propias de la industria y del 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.

Integración Vertical: 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 una generación de flujos consolidados que se ve afectado por diversas variables no necesariamente relacionadas entre sí.

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.

Cabe destacar que durante el 2005 y 2006 la empresa ha extendido aún más sus actividades. Entre otras se destacan, la operación en Port Everglades (USA), la expansión del servicio de remolcadores en Brasil y la apertura de Agencias propias en México, Brasil, Argentina, Korea, India y Alemania.

Acceso a Financiamiento: Su presencia en los mercados financieros (en el ámbito nacional e internacional) y la clasificación de riesgo de su deuda (grado de inversión tanto en moneda local como extranjera), permite presumir que la empresa no tendría dificultad para acceder a financiamiento externo ante eventuales problemas de caja. En este sentido, se destaca 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.

Factores de Riesgo

Niveles de Endeudamiento: Si bien la propiedad de la compañía pertenece a un grupo económico local que se ha caracterizado en todas sus inversiones por mantener una política conservadora en términos de endeudamiento, **CSAV** presenta un nivel de endeudamiento alto, evidenciado por el cuociente entre pasivo exigible y patrimonio (1,19 a marzo de 2006).

Dependencia del Comercio Internacional y Factores Exógenos Adversos: 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 localmente el fortalecimiento del peso, podría generar dificultades en las pequeñas y medianas empresas, tanto exportadoras como sustitutas de importaciones, afectando el nivel de actividad.

En este sentido, desde el último trimestre de 2005 se ha observado una importante caída en las tarifas de flete que ha enfrentado la industria, derivado del aumento en la oferta de naves, que no ha estado acompañado de un aumento proporcional de la demanda. A esto se agrega el aumento en los precios de combustible. De acuerdo a la administración, lo más probable es que durante este año la compañía tendrá pérdidas, debido fundamentalmente a estas variables, lo que ya se refleja en los resultados del primer trimestre de 2006.

Mercado Competitivo y Baja Diferenciación del Servicio: Dentro del mercado naviero, como en todo mercado altamente competitivo, se torna relevante la eficiencia de costos mediante el aprovechamiento de economías de escala y el respaldo patrimonial con que puedan contar las empresas.

En el caso particular de **CSAV**, su posicionamiento de mercado internacional, 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.

Baja Rentabilidad: La industria en donde participa la compañía se caracteriza por alcanzar bajos niveles de rentabilidad operacionales, medida como la relación entre el resultado operacional sobre las ventas de la compañía.

Impacto Ambiental: 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.

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 este año *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 2006 la sociedad mantiene participación accionaria en las siguientes empresas:

Empresas Filiales Consolidadas	Participación %		Patrimonio (MUS\$)		R. Final (MUS\$)	
	Marzo 2006	Marzo 2005	Marzo 2006	Marzo 2005	Marzo 2006	Marzo 2005
<i>Sud. Agencias Aéreas y Marítimas S.A. y filiales</i>	100	100	298.770	244.382	10.428	9.836
<i>Emp. de Trans. Sud. Austral Ltda. y filial. (Chile)</i>	100	100	1.154	131	11	384
<i>Odfjell y Vapores S.A. (Chile)</i>	51	51	10.713	5.748	1.099	846
<i>Corvina Shipping Co. S.A. (Panamá) y filiales</i>	100	100	194.995	191.030	2.258	1.875
<i>Tollo Shipping Co. S.A. (Panamá) y filiales</i>	100	100	265.780	288.608	-18.247	22.404
<i>CSAV Agency, LLC (EE.UU.)</i>	100	100	7.228	1.638	1.151	210
<i>Cia Sud Americana de Vapores GmbH (Alemana)</i>	100	100	552	436	6	5
<i>Inversiones Plan Futuro S.A. (Panamá)</i>	100	100	167.555	167.564	-2	39
<i>Inversiones Nuevo Tiempo S.A. (Panamá)</i>	100	100	-955	1.023	-345	-44
<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	2.624	1.589	28	122
<i>Norgistic (China) Limited</i>	100	100	1.113	966	6	-12
<i>CSAV Inversiones Navieras S.A.</i>	100	0	2.724	-	-5	-

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

Servicios de Línea	Servicios de Transporte Marítimo desde y hacia la Costa Pacífico de Sudamérica	<ul style="list-style-type: none"> - Al Norte de Europa - Al Mediterráneo - A Norteamérica Atlántico y Pacífico - A México Pacífico - A Golfo de México-Estados Unidos - A Asia - A Costa Atlántico de Sudamérica - Al Caribe - A Chile Centro/Sur - A Chile Centro/Norte - A la Costa Atlántica de Estados Unidos
	Servicios de Transporte Marítimo desde y hacia la Costa Atlántica de Sudamérica	<ul style="list-style-type: none"> - A la Costa Oeste de África, Sudáfrica - A la región de Asia
Servicio de Transporte de Ganeles Líquidos		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.
Servicio de Transporte de Ganeles Sólidos		Transporta concentrados de cobre desde la Costa Pacífico de Sudamérica con destino a Asia y al Norte de Europa. Las naves son posicionadas en la Costa Pacífico de Sudamérica con carbón y granos.
Servicio de Transporte de Carga Refrigerada y Congelada		A través de la filial CSAV Panamá, transporta fruta y productos congelados. Durante la temporada de exportación de fruta fresca se ofrece un servicio en naves refrigeradas arrendadas desde Chile hacia ambas costas de Estados Unidos, México, Europa y Asia. Este servicio se complementa con contenedores refrigerados, transportados en naves de Servicios de Línea.
Servicio de Transporte de Automóviles		El transporte de automóviles cubre las siguientes rutas: <ul style="list-style-type: none"> - Japón y Corea con destino a Perú y Chile. - Argentina y Brasil hacia la Costa Este de México, 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 la Costa Oeste de Sudamérica.
Norasia Container Lines Ltd.		Ofrece servicios en los tráficos Este-Oeste entre Asia y el Norte de Europa, el Mediterráneo, el Golfo Pérsico, el subcontinente indio y Norteamérica.
Companhia Libra de Navegação y Montemar Marítima S.A.		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, Costa Oeste de África y Costa Pacífico de Sudamérica.

Flota de la Compañía y sus Filiales

A marzo de 2006, la compañía y sus filiales operan una flota del orden de las 158 naves, de las cuales 138 fueron tomadas en arrendamiento y el resto son, total o parcialmente, de propiedad del grupo (20).

Flota de CSAV, Filiales y Coligadas

Naves	Año de Construcción	Empresa Propietaria	Tonelaje (tons métr)	Tipo de Nave	Velocidad en Nudos
Pacific Runner	1977	Filial	17.830	Porta-vehículos	17,4
Bow Andes	1977	Filial	28.022	Transporte Químicos	16,0
Pacific Explorer	1978	Filial	17.800	Porta-vehículos	17,4
Río Enco	1978	CSAV	7.426	Porta-vehículos	16,5
Bow Cónedor	1978	Filial	28.022	Transporte Químicos	16,0
Braztrans I	1980	Libra	38.186	Granadero-contenedor	15,0
Río Bueno	1980	CSAV	11.076	Porta-vehículos	16,5
Río Blanco	1981	Filial	18.142	Porta-vehículos	17,0
Bow Pacifico	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
Copiapó	2004	Coligada	68.228	Portacontenedores	24,4
Choapa	2005	Coligada	68.228	Portacontenedores	24,4
Chillán	2005	Coligada	68.228	Portacontenedores	24,4
Limari	2005	Coligada	51.870	Portacontenedores	23,4
Loa	2005	Coligada	51.870	Portacontenedores	23,4
Cholguan	2006	Coligada	68.228	Portacontenedores	24,4
Lircay	2006	Coligada	51.870	Portacontenedores	23,4

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 79 remolcadores que pertenecen directa o indirectamente a la compañía.

Proyectos de Construcción

Astilleros China Shipbuilding Corporation

CSAV, a través de la filial Brunswick Investment Co. Inc. de Bahamas, ha convenido con el astillero China Shipbuilding Corporation (CSBC), de Taiwán, contratos de construcción respecto de dos tipos de naves:

- a) Naves de 4.050 Teus que serán entregadas, escalonadamente, entre mayo de 2005 y diciembre de 2006. Tres de estas naves fueron ordenadas por Brunswick Investment Co. y otras tres por filiales de Peter Döhle Schiffahrts KG.
- b) Naves de 5.500 Teus, para ser entregadas, escalonadamente, entre febrero de 2005 y octubre de 2006. Tres de estas naves fueron ordenadas por Brunswick Investment Co. y otras tres por filiales de Peter Döhle Schiffahrts KG.

Para el financiamiento de estas naves, se han negociado con el HSH Nordbank AG préstamos de largo plazo, los cuales se girarán a la entrega de cada una de las naves, hasta por el 90% del valor de estas inversiones que, sumadas, alcanzan a un total de US\$ 562,5 millones debiendo **CSAV**, que actuará a través de sociedades relacionadas o una de sus filiales, y Peter Döhle Schiffahrts KG., que también lo hará a través de una de sus filiales, financiar con disponibilidades propias el 10% de esta inversión. Dichos préstamos serán caucionados con hipotecas sobre la respectiva nave.

Adicionalmente a las hipotecas, y a objeto de garantizar el pago de dicho financiamiento, **CSAV** obtuvo la aprobación para el otorgamiento de fianzas solidarias que caucionarán en cada caso, el equivalente al 10% del valor de cada nave, porcentaje que se recargará en 20% por concepto de intereses y gastos, elevándose a 12% del valor de cada nave. Este porcentaje, en el caso de algunas de estas naves, podría llegar a un 15%, que se

elevaría a un 18% de su valor, al incrementarse por intereses y gastos. Durante el año pasado, se acordó modificar estas cauciones, en el sentido que en vez de concurrir ambos garantes asegurando el 12% del precio de construcción en todos los contratos, lo hiciera una sola de las garantes por el 24% de tal precio, caucionando alternadamente solo uno de cada dos barcos. Así, el otorgamiento de fianzas por **CSAV** podrá hacerse, alternativamente caucionando: i) hasta el 12% del precio de construcción de cada una de las naves, o ii) hasta el 24% del precio de la construcción de la mitad de las naves consideradas dentro del proyecto.

Al 31 de marzo de 2006, se han entregado siete naves (Copiapó, Choapa, Loa, Chillán, Limari, Cholguan y Lircay), por las cuales **CSAV** ha otorgado una fianza solidaria a favor del HSH Nordbank por MUS\$ 12.456 (Choapa), MUS\$ 10.044 (Limari) y MU\$ 12.456 (Cholguan).

Astilleros Hyundai de Corea

CSAV aprobó un proyecto consistente en la adquisición por partes iguales con Peter Döhle Schiffahrts KG. de tres naves de 6.500 Teus, ordenadas construir a los Astilleros Hyundai de Corea (Hyundai Heavy Industries Co., Ltd.). La entrega de las naves está programada para el cuarto trimestre de 2006 (las dos primeras) y durante el primer trimestre de 2007 (la tercera). La inversión para cada partícipe, por sus 3 naves, asciende a US\$ 206 millones, las que, en el caso de **CSAV** serán adquiridas por una filial, con la fianza solidaria de **CSAV**. Estas naves compradas, serán aportadas a sociedades en las que **CSAV** y Peter Döhle Schiffahrts KG. o filiales de éstas, participarán en partes iguales por lo que serán sociedades coligadas de ambas partícipes.

Para el financiamiento de estas naves se han negociado con el HSH Nordbank AG préstamos de largo plazo que se girarán a la entrega de cada una de las naves, hasta por el 90% del valor de estas inversiones. El 90% del valor de estas naves que financia el banco, será caucionado con hipoteca sobre la respectiva nave y, adicionalmente, con la constitución como fiadoras y codeudoras solidarias de las respectivas matrices, **CSAV** y Peter Döhle Schiffahrts KG. a favor de HSH Nordbank AG de Hamburgo, las que lo harán alternativamente por hasta el 10% del valor de cada nave o por hasta el 20% de la mitad de las naves incluidas en el proyecto. Estos porcentajes se recargan en un 20% por concepto de intereses y gastos, elevándose al 12% o 24% del valor de cada nave, respectivamente.

Astillero Stocznia Szczecinska Nowa Sp. Z.

CSAV aprobó un proyecto consistente en la adquisición del 50% de cuatro naves de 3.100 Teus, ordenadas construir al astillero Stocznia Szczecinska Nowa Sp. Z., de Polonia. El 50% restante lo mantendrá su socio alemán Peter Döhle Schiffahrts KG. En 2003, antes de su entrega, se cedió la opción por la primera nave. La segunda nave fue entregada en febrero de 2004. **CSAV** decidió ceder a Peter Döhle Schiffahrts KG. los derechos de participación de las dos naves restantes. Se obtuvo una opción adicional para la adquisición de una quinta nave, a ser entregada en julio de 2007, cuyo valor será de MUS\$ 40.150. Esta inversión será asumida en igual porcentaje por cada socio.

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 18.454, del 11 de noviembre de 1985; 18.680, del 11 de enero de 1988; y 18.692, del 19 de febrero de 1988.
- 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, 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.

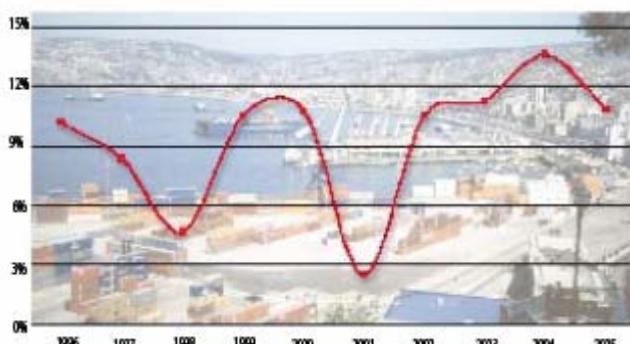
Competencia

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 y de 10,2% en 2005.

Durante el año 2005, al igual que en el año anterior, destacó el fuerte crecimiento en los tráficos desde Asia a Europa y desde Asia a Norteamérica, cuyos volúmenes de contenedores transportados se estima que crecieron más de 12% respecto de 2004. De este modo, continuó el impulso principal dado por el fuerte crecimiento en la demanda por transporte de China, tanto en la importación de insumos como en la exportación de productos con mayor valor agregado.

**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 10,6% durante el año 2005, cifra superior al 7,9% alcanzado durante el 2004 y 7,3% alcanzado durante el 2003.

A diferencia de los tres años anteriores en que el crecimiento de la demanda superó el crecimiento de la oferta, durante el año 2005 el crecimiento de la oferta superó el crecimiento de la demanda. La tendencia al alza de las tarifas de flete observada durante el año 2004 se detuvo durante el año 2005, y ha comenzado un deterioro a partir del segundo semestre del año 2005. El arriendo de naves, aún cuando en promedio fue superior al observado en 2004, mostró una tendencia a la baja a partir del segundo semestre de 2005.

En relación con los segmentos de transportes especiales, el comportamiento de estos mercados fue diferente según los tipos de naves.

Las naves graneleras sufrieron una importante caída en sus niveles de arriendo, respecto a las cifras *record* mostradas el año 2004, aun así los niveles de mercado del año 2005 son rentables y altos, comparados con los niveles históricos para dichas naves. Las naves que transportan petróleo, enfrentaron un mercado muy

favorable a fines de 2004, niveles que bajaron durante el 2005 para retomar niveles altos, pero inferiores al *record* alcanzado el año anterior.

Las naves frigoríficas mostraron un fuerte incremento en sus valores durante la temporada de carga frigorífica, que tiene su origen en el movimiento de carga refrigerada del hemisferio sur al hemisferio norte. Despues de dicho período los valores de arriendo bajaron a niveles históricos e inferiores al año 2004. Debido a la antigüedad de la flota que por problemas de rentabilidad de la industria no se ha renovado, existe una fuerte diferencia de precio para las naves dependiendo de su año de construcción.

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	Felipe Lamarca Claro
Director	Luis Álvarez Marín
Director	Joaquín Barros Fontaine
Director	Juan Andrés Camus Camus
Director	Arturo Claro Fernández
Director	Jaime Claro Valdés
Director	Patricio García Domínguez
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 21 gerencias que se detallan a continuación.

Cargo	Nombre
Subgerente General	Domingo Cruzat Amunátegui
Gerente de Sistemas	Roberto Aguiló Ríos
Gerente Línea Costa Oeste Sudamérica	Luis Álvarez Ríos
Gerente Armatorial	Héctor Arancibia Sánchez
Gerente Líneas Libra y Montemar	Enrique Arteaga Correa
Gerente Líneas Costa Este	Gonzalo Baeza Solsona
Gerente Chartering y Graneles	Santiago Bielenberg Vásquez
Gerente Operaciones y Logística	Fernando Bustamante Feres
Gerente Recursos Humanos	Guillermo Cobo González
Gerente Regional Costa Oeste Sudamérica	Eugenio Cruz Novoa
Gerente Región Norteamérica	Andrés Kulka Kupperman
Gerente Proyecto Siglo XXI y Control de Gestión	Rodrigo de la Cuadra Infante
Gerente Servicios a la Carga	Rafael Della Maggiore Silva
Gerente Contralor	Gabriel Escobar Pablo
Gerente Administración y Finanzas	Rafael Ferrada Moreira
Gerente Líneas Norasia	Guillermo Ginesta Bascuñán
Gerente Región Asia Pacífico	Mario Da-Bove Andrade

Cargo	Nombre
Gerente Región Asia	Alejandro Pattillo Moreira
Gerente Región Europa	Arturo Ricke Guzmán
Gerente Frigoríficos y Automóviles	Cristóbal Rollán Rodríguez
Gerente Marketing y Comercial	Francisco Subiabre Vergara
Gerente Frigoríficos	Jorge Villagra Mendoza

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	0,00%
Ricardo Claro Valdés	0,00%
Total Controlador	48,03%

Evolución Financiera

Ingresos, Resultado Operacional y Ebitda

De acuerdo a las cifras de los últimos cinco años, **CSAV** muestra que sus ingresos de explotación han crecido paulatinamente a partir de 2003, después de una pequeña contracción de 3% en el 2002. En los últimos tres años, se observan tasas de crecimiento anuales superiores al 26%, acorde con el crecimiento que ha mostrado la demanda. Sin embargo, durante este año las tasas de crecimiento serán negativas, fundamentalmente por efecto de las menores tarifas de los fletes a nivel de mercado.

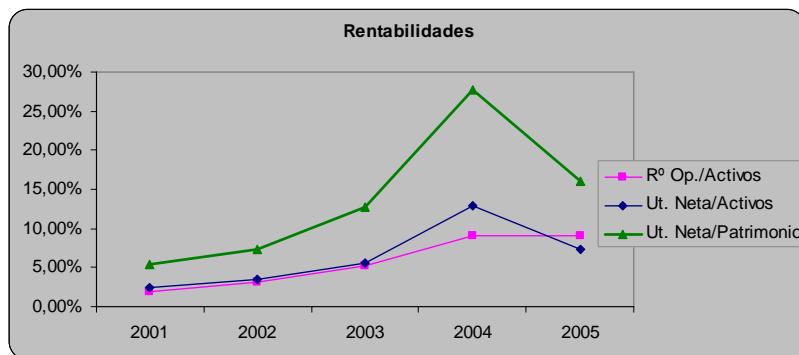


Por otra parte, tanto a nivel de resultado operacional como de *Ebitda*, la tendencia ha sido favorable durante los últimos cuatro años, con tasas de crecimiento elevadas entre 2002 y 2004 (superiores a 30% en el caso del primero y 82% en el caso del segundo). Sin embargo, por las variables externas 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 primer trimestre de 2006.



Rentabilidades

Como consecuencia del comportamiento descrito anteriormente, los niveles de rentabilidad entre los años 2002 y 2004 han ido al alza a través del tiempo. 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).

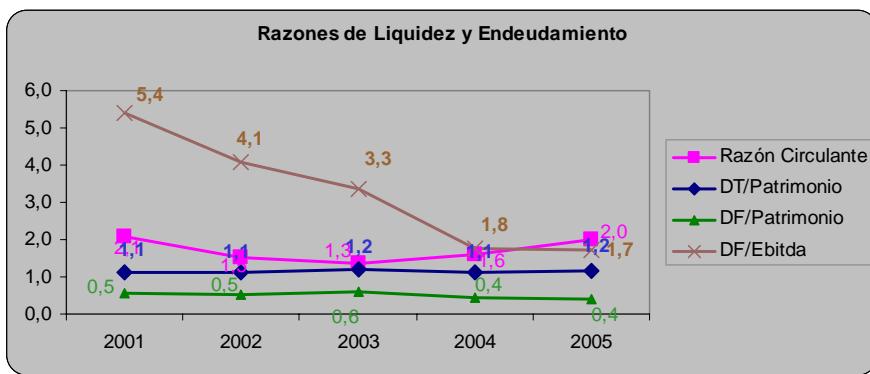


Liquidez y Endeudamiento

La compañía presenta niveles de liquidez corriente superiores a 1,3 durante el horizonte de los últimos cinco años, relación que no se ha deteriorado durante el presente año, a pesar de los factores externos que han estado afectando los resultados del primer trimestre de 2006 (razón circulante enero-marzo 2006: 1,9 veces).

Respecto a los niveles de endeudamiento, medido en términos de pasivo exigible sobre patrimonio (endeudamiento total) evidencia una pequeña alza en año 2005, que se ha mantenido en el primer trimestre de 2006, y aunque se considera como elevado, está dentro de niveles controlables.

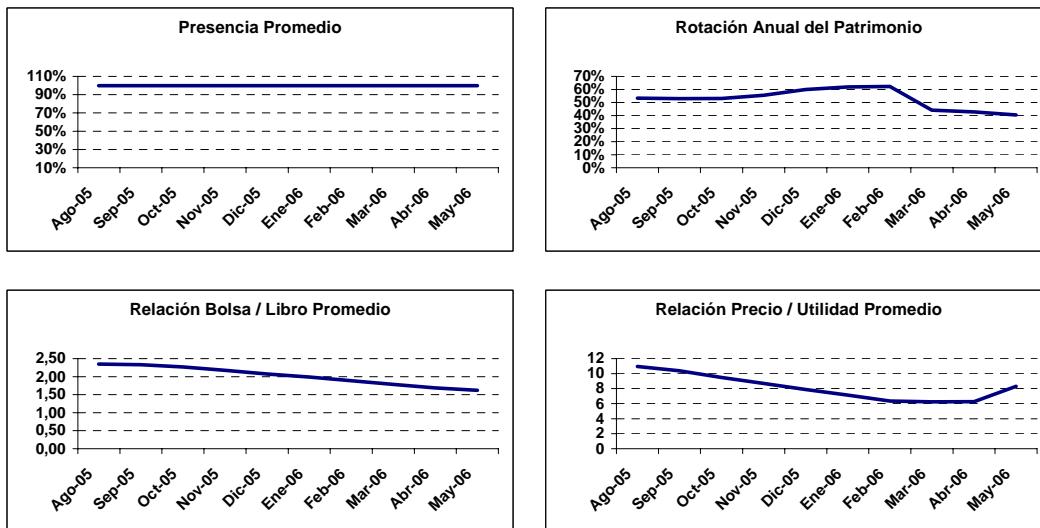
Por otra parte, la capacidad de pago, medida como deuda financiera sobre *Ebitda*, ha mostrado una tendencia importante a la baja en los últimos cuatro años, explicado por las mejoras en los resultados de la compañía.



La deuda financiera de la compañía a marzo de 2006 está conformada por deuda bancaria (79% del total) y deuda por bonos (21% restante). Del total de deuda financiera, sólo 2,6% tiene vencimiento en el corto plazo.

Por último, la compañía presenta una deuda financiera neta negativa al 31 de marzo de 2006, dada la deuda financiera total por US\$ 321,3 millones y los fondos disponibles (disponible, depósitos a plazo y valores negociables) por US\$ 610,6 millones.

Antecedentes de los Instrumentos Desempeño Bursátil de la Acción

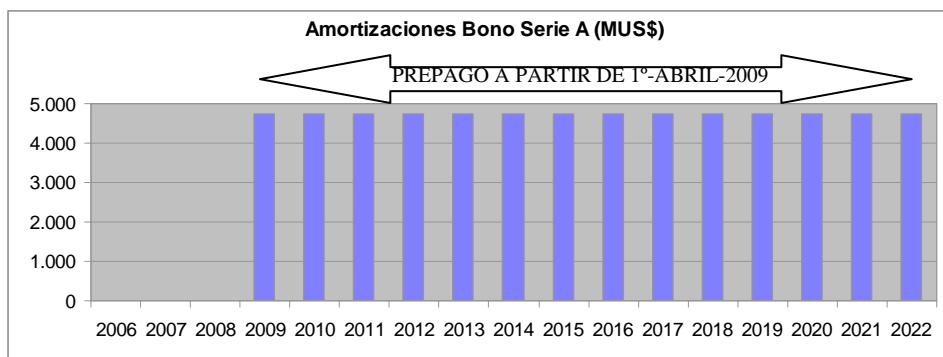


Características de los Títulos de Deuda

Características de los Bonos Vigentes – Series A1 y A2

Monto Vigente	MUS\$ 66.395
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
Pre pago	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".