



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Informe Anual

Analista

Carlos Ebersperger H.

Tel. 56 – 2 – 433 52 19

carlos.ebersperger@humphreys.cl

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

Julio 2010

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°

Las Condes, Santiago – Chile

Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01

ratings@humphreys.cl

www.humphreys.cl

Categoría de Riesgo y Contacto	
Tipo de Instrumento	Categoría
Bonos Tendencia	A- Estable
Acciones Tendencia	Primera Clase Nivel 1 Estable
EEFF base	31 marzo 2010

Estado de Resultados Consolidado					
Cifras en MUS\$, NCCh	2005	2006	2007	2008	2009
Ingreso Operacional	3.894.961	3.839.176	4.150.274	4.886.841	3.027.860
Costo Explotación	-3.366.506	-3.784.565	-3.784.340	-4.688.553	-3.357.844
Gasto Admin. y Venta	-363.878	-290.859	-311.804	-331.799	-269.686
Resultado Operacional	164.577	-236.248	54.130	-133.511	-599.670
Resultado No Operacional	2.215	158.175	99.853	121.520	-107.250
Gastos Financieros	-35.223	-33.591	-38.024	-42.525	-33.709
Utilidad Neta	132.303	-58.241	116.862	-38.617	-668.863
EBITDA	194.233	-201.828	93.318	-96.079	-557.996

Balance General Consolidado					
Cifras en MUS\$, NCCh	2005	2006	2007	2008	2009
Activo Circulante	1.132.964	1.088.575	1.155.637	806.341	790.002
Activo Fijo	272.086	278.252	323.807	614.613	664.771
Otros Activos	405.228	334.475	462.013	441.389	497.001
Total Activos	1.810.278	1.701.302	1.941.457	1.862.343	1.951.774
Pasivo Circulante	594.294	587.629	675.611	589.840	871.540
Pasivo Largo Plazo	360.653	353.822	372.682	429.111	472.671
Patrimonio más Int. Minor.	855.331	759.851	893.164	843.392	607.563
Total Pasivos	1.810.278	1.701.302	1.941.457	1.862.343	1.951.774
Deuda Financiera	326.991	328.195	344.023	421.834	472.466

Estado de Resultados Consolidado		
Cifras en MUS\$, IFRS	Marzo 09	Marzo 10
Ingresos de actividades ordinarias	826.953	1.111.871
Total Costo de Venta	-1.023.046	-1.096.612
Gastos de Administración	-67.762	-50.473
Resultado Operacional	-265.020	-35.436
Ganancia atribuible a los accionistas	-263.182	-35.969
Gastos Financieros	-6.117	-6.860
EBITDA	-255.884	-26.083

Balance Consolidado		
Cifras en MUS\$, IFRS	Diciembre 09	Marzo 10
Activos Corrientes	941.374	950.591
Activos No Corrientes	1.230.210	1.292.023
Total de Activos	2.171.584	2.242.614
Pasivos Corrientes	1.012.215	1.112.187
Pasivos No Corrientes	509.038	521.541
Total de Pasivos	1.521.253	1.633.728
Patrimonio Total	650.331	608.886
Total de patrimonio y pasivos	2.171.584	2.242.614
Deuda Financiera	484.771	497.522

Opinión

Fundamento de la Clasificación

CSAV, fundada en 1872, es 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. 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, operación portuaria, agenciamiento, bodegaje, armadura y administración de barcos, entre otros.

Según la información disponible al 31 de marzo de 2010, la empresa presenta activos por US\$ 2.243 millones, una deuda financiera por US\$ 497,5 millones y un patrimonio de US\$ 608,9 millones. Los ingresos y resultados del emisor son esencialmente variables, habiendo fluctuado los primeros entre US\$ 3.028 millones y US\$ 4.887 millones durante los últimos cinco años, mientras que en el mismo período el EBITDA varió entre un -18,4% y un 5% de los ingresos.

La clasificación de los títulos de deuda se fundamenta, principalmente, en la capacidad del emisor para soportar escenarios adversos, incluso en períodos de pérdidas. En el pasado, **CSAV** ha mostrado su habilidad operativa para adaptarse a los cambios experimentados por la industria y, más recientemente, competencia de gestión administrativa para enfrentar la última contracción del sector naviero –de carácter altamente excepcional por su magnitud- a través de un plan de fortalecimiento financiero ejecutado en el último año. Por otra parte, el perfil de su deuda le permite una flexibilidad financiera adecuada para enfrentar ciclos adversos (hasta el 2022, año en se extinguen los títulos de deuda evaluados, el monto máximo por pago anual de la deuda financiera asciende a cerca de US\$ 40 millones).

Asimismo, la clasificación de los bonos reconoce que, en términos generales, la compañía se ha caracterizado por mantener una política de endeudamiento conservadora y un manejo adecuado de la liquidez, manteniendo siempre una cantidad elevada de disponible y equivalente líquidos.

Por otra parte, dentro de los factores que afectan negativamente la clasificación, además de la inestabilidad que muestra la industria naviera mundial con el consecuente impacto en la volatilidad de los resultados de las compañías del sector (fuertemente manifestado en el último tiempo), se añade la exposición a variables exógenas, como los efectos negativos de la situación política o económica mundial, el efecto en los costos del alza en el precio del petróleo y el fortalecimiento de monedas frente al dólar de los Estados Unidos. Además, en términos relativos a los líderes mundiales del mercado de porta-contenedores, la empresa tiene un menor tamaño, situación que, en todo caso, se ha encargado de mitigar en el último año.

En los últimos períodos la compañía ha experimentado un deterioro en la rentabilidad de los activos, situación que ha sido motivada -dependiendo del tráfico de línea operado- por tarifas de fletes y/o por volúmenes de carga transportados insuficientes. Durante 2009 el emisor tuvo una pérdida operacional de US\$ 600 millones y un EBITDA operacional negativo de US\$ 558 millones.

La industria en la que opera el emisor se ha visto fuertemente afectada con la contracción de la demanda por transporte naviero, situación derivada de la coyuntura económica mundial experimentada entre 2008 y 2009. Este deteriorado ambiente económico ocurrió en un contexto de expansión de la oferta de naves, lo que tuvo negativos efectos sobre las tarifas. En este sentido, en mayor o menor grado, la situación de **CSAV** es transversal al sector naviero, el cual experimentó una drástica caída en sus resultados a partir del último trimestre de 2008.

La persistencia del desequilibrio entre la oferta y la demanda de la industria dependerá de la capacidad de la economía mundial para retomar su ritmo de crecimiento y de la velocidad de ajuste de la oferta de naves, proceso que podría prolongarse o verse atenuado de persistir la incertidumbre derivada de circunstancias como la actual crisis de la deuda europea. En opinión de **Humphreys**, dentro de este escenario es posible esperar que las empresas del rubro tengan que readecuar sus tráficos, renegociar precios con sus proveedores y racionalizar sus gastos, como lo ha venido haciendo **CSAV**. La diferencia entre los distintos agentes respecto a la velocidad de implementación de estas medidas y del grado de éxito de las mismas, sumado a la liquidez financiera de que dispongan, podría producir un reordenamiento del sector naviero y afectar la posición relativa de las compañías dentro del sector.

En el caso particular de **CSAV**, la empresa ha tomado medidas conducentes a mejorar su flujo de caja con el objetivo de amortiguar los efectos del entorno desfavorable para la industria en términos de ingreso y de márgenes. Entre los resguardos adoptados se encuentran la suspensión del servicio entre Asia y el norte de Europa, la renegociación de arriendos de naves y la realización de sucesivos aumentos de capital. En paralelo y al margen de la coyuntura, el emisor mantiene una visión de largo plazo para mantener la competitividad de su modelo de negocio.

Por otra parte, a juicio de la clasificadora, la compañía se encuentra capacitada para administrar su liquidez, considerando que los vencimientos financieros de corto plazo son reducidos (alrededor de US\$ 27,5 millones en 2010, para un patrimonio de US\$ 608 millones y US\$ 225 millones de disponible y equivalentes), lo cual facilita el pago o el refinanciamiento de los mismos.

Es importante destacar que en el negocio naviero son recurrentes los desequilibrios entre la demanda y la oferta y, por ende, también lo es la volatilidad de sus resultados. Por ello, lo más probable es que en el futuro se sucedan en el sector nuevos ciclos desfavorables con una frecuencia y profundidad superiores al de la economía mundial en su conjunto. Dado ello, aun reconociendo lo particularmente severo de la crisis, la clasificación de riesgo de **Humphreys** reconoce este hecho como inherente a la industria.

Por su parte, además de lo anterior, en la clasificación de acciones se ha considerado la alta liquidez de los títulos accionarios emitidos por la sociedad, lo que se demuestra a través de los niveles observados de la presencia bursátil mensual, que se sitúa en 100% y que ha permanecido en ese nivel por un elevado período.

La tendencia de clasificación de las acciones se modifica desde "En Observación" a "Estable"¹, en atención a que no se esperan cambios que deterioren mayormente la clasificación de los bonos, ni variaciones en la presencia mensual accionaria. En opinión de la Clasificadora, es esperable que los resultados negativos se reviertan en el corto plazo, sin perjuicio que los ingresos de la empresa mantendrán la volatilidad propia del sector.

¹ Corresponde a instrumentos que presentan una alta probabilidad que su clasificación no presente variaciones a futuro.

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 a futuro no aumente el nivel de endeudamiento consolidado de la compañía, en relación con el patrimonio de la misma. Adicionalmente, se espera que durante el ejercicio 2010 la empresa logre obtener un resultado operacional positivo. Por último, para la mantención de la clasificación de las acciones es necesario que su liquidez bursátil se mantenga en niveles similares a los actuales.

Hechos relevantes recientes

Resultados 2009 y primer trimestre 2010

Durante 2009 la empresa obtuvo ingresos por US\$ 3.028 millones, lo que implicó una disminución de 38% en relación a 2008, explicada por una disminución tanto en el volumen transportado como en las tarifas de arriendo de naves a clientes.

Los costos de explotación, pese a las medidas tomadas por la empresa para amortiguar el difícil escenario enfrentado, cayeron un 28%, no alcanzando a compensar la merma en ingresos. Los gastos de administración y ventas disminuyeron un 19% para alcanzar US\$ 270 millones. Con lo anterior, el resultado operacional de 2009 terminó en una pérdida de US\$ 600 millones, mayor a la anotada en 2008 (US\$ 134 millones).

El resultado no operacional pasó de una ganancia por US\$ 122 millones a una pérdida por US\$ 107 millones entre 2008 y 2009, explicada principalmente por las pérdidas resultantes de las coberturas de combustible. A consecuencia de lo anterior, el resultado de 2009 llegó a una pérdida de US\$ 669 millones, superior a la de 2008, cuando la disminución llegó a US\$ 39 millones. El EBITDA, en tanto, como consecuencia de las pérdidas operacionales, alcanzó un valor negativo de US\$ 558 millones, un deterioro respecto de los - US\$ 96 millones de 2008.

Durante el primer trimestre de 2010 los ingresos operacionales, bajo las normas contables IFRS, alcanzaron US\$ 1.112 millones, lo que significó una expansión de 34,5% con respecto a igual lapso de 2009. Tal incremento se explicó por el mayor volumen de carga transportada (43% mayor), puesto que las tarifas fueron levemente inferiores a las del primer trimestre de 2009. Un 93,5% de tales ingresos correspondió ventas del sector naviero, mientras que el porcentaje restante fue para servicios portuarios y de carga.

Los costos de operación subieron un 7,2% producto del mayor nivel de actividad, aunque las medidas de ahorro tomadas por la empresa permitieron que el alza no tuviera el mismo ritmo que la vista en los ingresos. Los gastos de administración, en tanto, disminuyeron en 25,5%. De esta manera, **CSAV** logró un resultado operacional negativo de US\$ 35 millones, disminuyendo así la pérdida operacional de US\$ 265 millones de los tres primeros meses de 2009.

La pérdida del primer trimestre de 2010 llegó a US\$ 38,4 millones, bajando desde el resultado negativo de US\$ 263 millones de un año atrás. Aún así, el EBITDA continuó siendo negativo, aunque atenuado (US\$ -26 millones contra US\$ 256 millones).

Eventos

Ante la difícil situación que la empresa ha experimentado en los últimos dos años, la administración de **CSAV** determinó en 2009 ejecutar un plan de “fortalecimiento financiero”, con el objetivo de hacer frente a las fuertes pérdidas experimentadas. Este plano incluyó tres aumentos de capital, por un total de US\$ 773 millones, los que se llevaron a cabo en tres etapas:

- En la primera, el 7 de julio de 2009, los accionistas suscribieron US\$ 145 millones, habiéndose planeado originalmente US\$ 130 millones.
- En la segunda, nuevamente los accionistas suscribieron un aporte de capital de US\$ 268 millones, monto mayor a los US\$ 220 millones inicialmente planeados.
- Finalmente, el 19 de abril de 2010 los armadores suscribieron el último aumento de capital por un total de US\$ 360 millones, quedándose de esa manera con un 17,53% de la propiedad de la empresa. Con lo recaudado en esta operación, la **CSAV** pagó lo adeudado por tarifas de arriendo de naves y anticipó fletes futuros, de manera de reducir en un período de dos años el gasto de arriendo.

Adicionalmente, la empresa redujo la oferta de capacidad en varias rutas: un 25% entre la costa oeste de Sudamérica y Europa, y un 60% entre el Golfo de México y el Caribe-Centroamérica. Similarmente, se redujo la oferta de servicios entre el oeste y el este de Sudamérica. Otro cambio implementado es la reducción de la velocidad de las naves con el objetivo de disminuir el consumo de combustible.

El 28 de Abril de 2010, **CSAV** informó que con la compañía Peter Döhle Schiffahrts-KG se llevarían a cabo una serie de compras y ventas de participaciones en empresas de propiedad conjunta de ambas compañías. Esta operación tuvo como objetivo reemplazar la tenencia de buques operados mediante *joint-venture* por naves de completa propiedad de la empresa. Para ello, vendió su participación en dos naves de 4.050 teus y en una de 5.500 teus, a cambio de US\$ 20,8 millones de dólares. Simultáneamente, adquirió en US\$ 29,4 millones el 50% de dos naves de 4.050 teus, de una de 5.500 teus y de tres de 6.500 teus, logrando así el 100% de propiedad de todas éstas (naves Limarí, Longaví, Chacabuco, Paine, Puelo y Palena). Estas transacciones implicarán un cambio en la presentación de los activos y pasivos de la Sociedad, puesto que las sociedades dueñas de las naves cuya participación se adquiere, pasarán a consolidarse en los estados financieros.

Adicionalmente, la empresa vendió o mandó a desarmar cuatro buques de su propiedad durante 2009. Por otra parte, y dentro del plan de fortalecimiento financiero, renegoció un contrato de construcción de naves con el astillero Samsung de Corea del Sur, cambiando los cuatro buques de 12.600 teus originalmente encargados (US\$ 644 millones en total), por cinco naves de 8 mil teus cada una (US\$ 625 millones, total).

Complementariamente, se llegó a acuerdo con bancos, liderados por BNP Paribas, con el objeto de financiar un 70% de los cinco barcos anteriormente descritos, e igual porcentaje de dos barcos de 6.600 teus ya en construcción, más un tercero de esta misma capacidad, esta vez financiado en un 65% por los bancos. Los tres barcos de 6.600 teus tienen un costo de US\$ 256,5 millones

Una vez completados los aportes de capital anteriormente descritos, la compañía ha incrementado su flota de naves porta-contenedores, situándose con ellos en la actualidad como octavo operador a nivel mundial de la industria.

Definición de Categorías de Riesgo

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 mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

Oportunidades y Fortalezas

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 2010, la compañía cuenta con un nivel de deuda financiera consolidado por US\$ 472 millones, recursos disponibles (caja, depósitos a plazo y valores negociables) por US\$ 225 millones y obligaciones financieras de corto plazo por sólo US\$ 27 millones.

Integración vertical y horizontal: La compañía, por cuenta propia, mantiene presencia en las distintas etapas del negocio marítimo (transporte, equipamiento portuario, operación portuaria, agenciamiento, bodegaje, armaduría y administración de barcos, entre otros) y, con ello, posee una generación de flujos diversificada en términos consolidados y que no necesariamente está relacionadas entre sí (aunque debe reconocerse que 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 sudamericano en lo relativo al negocio de agenciamiento naviero y operación portuaria, que opera en 62 puertos en once naciones de América. En Chile administra los puertos de Arica, Iquique, Antofagasta, San Antonio, San Vicente y Corral.

Durante los últimos años la empresa ha extendido aún más sus actividades, destacándose la operación en Port Everglades (Florida, Estados Unidos) y el Terminal Portuario de Guayaquil, la expansión del servicio de remolcadores en Brasil y la apertura de agencias propias en India, Brasil, México, Argentina, Bélgica, Corea, Holanda, España e Italia.

Respaldo del grupo controlador y capacidad de gestión: El grupo Claro, controlador de la empresa, es uno de los principales conglomerados económicos de Chile, siendo dueño, además, de Viña Santa Rita, Cristalerías Chile, Elecmetal, Diario Financiero y el canal de televisión Mega. Esto lo faculta para entregar un respaldo financiero a **CSAV**, como el que efectivamente proporcionaron en el último año a través de la suscripción de sucesivos aumentos de capital para el plan de fortalecimiento financiero llevado a cabo. Adicionalmente, la empresa ha demostrado la capacidad de su plana administrativa al negociar con éxito con armadores, astilleros y bancos, lo que le permitió superar con éxito el peor momento de la crisis.

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. Ello, 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 ocho actores más relevantes dentro del contexto mundial del transporte de contenedores.

Factores de Riesgo

Volatilidad del mercado: El aumento discrecional por parte de los operadores 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. Esta situación se ve acentuada por los fuertes cambios que puede experimentar la demanda en períodos relativamente cortos de tiempo. El hecho que sea demasiado caro mantener una nave detenida sin mover carga presiona fuertemente a la baja las tarifas de transporte en tiempos de exceso de oferta, como fue la situación producida a raíz de la crisis económica global de 2008-2009.

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. El fortalecimiento de las monedas, por su parte, podría generar dificultades en las pequeñas y medianas empresas, tanto exportadoras como sustitutas de importaciones, afectando el nivel de actividad.

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

Posibles 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. Esto abarca, entre otros elementos, políticas del número de naves y porcentaje de buques propios, y las rutas que una compañía naviera decidirá servir.

Tamaño relativo de la compañía: A junio de 2010 CSAV se ubica como el octavo operador en términos de capacidad de transporte, pese a lo cual el tamaño relativo de **CSAV** dentro del contexto global es menor en comparación a los líderes mundiales (posee un 3,4% del total del mercado, mientras los dos mayores tienen más del 10% cada uno), En todo caso, la compañía ha mitigado fuertemente este hecho con la incorporación tanto de naves propias como de un mayor número de naves en arriendo, lo que disminuye la dependencia de otras empresas que a la vez son competencia directa, rindiendo frutos al escalar dentro del *ranking* de operadores en términos de capacidad de transporte. A esto se une el 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.

Antecedentes Generales

CSAV es una sociedad anónima abierta, creada mediante escritura pública en Valparaíso con fecha 9 de octubre de 1872. Actualmente cuenta con domicilio en dicho puerto y en Santiago,

CSAV y sus filiales Companhia Libra de Navegação y Libra Uruguay (Brasil y Uruguay, respectivamente, cuyas participaciones mayoritarias fueron adquiridas en 1999) y Norasia Container Lines Ltd. (China, adquirida en mayo de 2000), 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, establecida en Chile en 1961), ofrece servicios portuarios y de logística terrestre en diversos puertos de América.

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 las naves y a la carga. La empresa también participa en las concesiones de los puertos de Antofagasta y Corral. 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 por diez años la concesión de Port Everglades, un puerto de cinco sitios de atraque, siete grúas portacontenedores y un sitio de almacenamiento de 14 hectáreas en Fort Lauderdale, en el estado de Florida, donde Florida International Terminal, LLC, filial de SAAM, administra el terminal marítimo, con la capacidad de recibir 150 mil contenedores al año. La empresa también se adjudicó la concesión del Terminal Portuario de Guayaquil, que opera desde julio de 2006.

En julio de 2007 SAAM cerró la compra de la empresa de remolcadores brasileña Metalnave, la que opera en los siete principales puertos de Brasil.

Al 31 de marzo de 2010 la sociedad mantiene participación accionaria en las siguientes empresas:

Empresas Filiales Consolidadas	Participación %		Patrimonio (MUS\$)		R. Final (MUS\$)	
	Marzo 2009	Marzo 2010	Marzo 2009	Marzo 2010	Marzo 2009	Marzo 2010
Sud. Agencias Aéreas y Marítimas S.A. y filiales (SAAM)	100	100	467.148	522.701	15.951	11.819
Emp. de Trans. Sud. Austral Ltda. y filial. (Chile)	100	100	-1.602	-1.942	53	13
Odfjell y Vapores S.A. (Chile)	51	51	14.016	13.068	39	-102
Corvina Shipping Co. S.A. (Panamá) y filiales	100	100	250.712	262.231	2.299	1.304
Tollo Shipping Co. S.A. (Panamá) y filiales	100	100	5.977	-170.629	-228.276	-23.520
CSAV Agency, LLC (EE.UU.)	100	100	7.161	7.880	54	1.365
Cia Sud Americana de Vapores GmbH (Alemana)	100	100	995	1.113	39	33
Inversiones Plan Futuro S.A. (Panamá)	100	100	41.567	41.565	-1	-1
Inversiones Nuevo Tiempo S.A. (Panamá)	100	100	-3.684	-5.221	-651	7
CSAV Group (China) Shipping Co. Limited	100	100	1.890	6.844	-816	1.378
Norgistic (China) Limited	100	100	1.286	1.346	-7	36
CSAV Inversiones Navieras S.A. y filiales	100	100	14.135	28.808	-2.263	8.737
Norgistic Holding S.A. (Chile)	100	100		5.024		14

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, el Caribe, Centro América y el Golfo de México-Estados Unidos	<p>Desde y hacia la costa Pacífico de Sudamérica al:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Norte de Europa - Mediterráneo - Norteamérica Atlántica y Pacífico - México Pacífico - Golfo de México-Estados Unidos - Asia - Costa Atlántica de Sudamérica - Caribe - Centro América - Chile Centro/Sur <p>Desde y hacia el Caribe, Centro América y Golfo de México-Estados Unidos al:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Asia - Norte de Europa - Mediterráneo
	Servicios de Transporte Marítimo desde y hacia la Costa Atlántica de Sudamérica	<ul style="list-style-type: none"> - A la Costa Este de Sudamérica - A la Costa Atlántica de Estados Unidos - Al Norte de Europa - A Medio Oriente - A Sudáfrica - A la región de Asia
Servicio de Transporte de Graneles 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 Graneles Sólidos	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.	
Servicio de Transporte de Carga Refrigerada y Congelada	<p>A través de la filial CSAV Panamá, transporta fruta y productos refrigerados.</p> <p>Durante la temporada de exportación de fruta fresca se ofrece un servicio en naves refrigeradas arrendadas desde Chile hacia ambas costas de Estados Unidos.</p> <p>Este servicio se complementa con contenedores que transportan carga refrigerada y congelada en la naves de Servicios de Línea.</p>	
Servicio de Transporte de Automóviles	<p>El transporte de automóviles cubre las siguientes rutas:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Japón 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. 	
Norasia Container Lines Ltd.	Ofrece servicios en los tráficos Este-Oeste entre Asia y el Mar Negro, el Mediterráneo, el Golfo Pérsico, el Subcontinente Indio y Norte de Europa.	
Companhia Libra de Navegação y Compañía Libra Navegación (Uruguay) S.A.	Ofrecen servicios de transporte de carga en contenedores desde y hacia la Costa Atlántica de Sudamérica al Norte de Europa, Mediterráneo, Norteamérica Atlántica, Golfo de México y EEUU, Caribe y Costa Pacífico de Sudamérica.	

Flota de la compañía y sus filiales

A junio de 2010 la compañía y sus filiales operan una flota conformada por 148 naves, de las cuales 139 están bajo arrendamiento y el resto son de propiedad del grupo, ya sea total (9) o parcialmente a través de joint-ventures (2). La capacidad total de carga de la empresa es de 477.519 teus, lo que la sitúa como la octava mayor flota del mundo y la mayor de Sudamérica. 127 naves corresponden a portacontenedores, diez a porta-vehículos, cinco a barcos de carga a granel, cinco a buques de carga refrigerada y uno a transporte de químicos.

Durante 2009 **CSAV** vendió o envió a reciclaje cuatro buques de su propiedad. En la actualidad, se encuentran en construcción siete naves portacontenedores para ser entregadas a la empresa entre fines de 2010 y mediados de 2012, de los cuales cinco tendrán una capacidad de 8.000 teus y dos serán de 6.600 teus.

Flota de CSAV, Filiales y Coligadas

Naves	Año de Construcción	Empresa Propietaria	Tonelaje (tons mét)	Tipo de Nave
Braztrans I	1980	Filial	38.186	Carga a granel
Bow Pacífico	1982	Filial	18.657	Transporte Químicos
Atlixco	1982	Coligada	18.217	Porta-vehículos
Mapocho	1999	CSAV	21.182	Portacontenedores
Norasía Alya	2004	Coligada	41.748	Portacontenedores
Limari	2005	Filial	51.870	Portacontenedores
Longaví	2006	Filial	51.870	Portacontenedores
Chaitén	2006	Coligada	68.228	Portacontenedores
Chacabuco	2006	Filial	68.228	Portacontenedores
Pucón	2006	Filial	80.250	Portacontenedores
Puelo	2006	Filial	80.250	Portacontenedores
Palena	2006	Filial	80.250	Portacontenedores
Maule	2010	Filial	75.900	Portacontenedores

En cuanto a las naves porta-contenedores arrendadas con que opera la compañía, una parte es contratada a corto y mediano plazo (menos de cinco 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 109 remolcadores, de los cuales 80 pertenecen directa o indirectamente a la compañía.

Inversiones y financiamiento

Durante 2005 la compañía suscribió una línea de crédito con el banco alemán HSH Nordbank hasta por US\$ 250 millones, para ser utilizada en la eventual adquisición de barcos en el futuro. Adicionalmente, durante 2006 la compañía contrató una línea de crédito con el banco BNP Paribas y otros bancos, hasta por US\$ 450 millones, también para ser utilizada en la eventual adquisición de naves. En 2009, y como parte del plan de fortalecimiento financiero, **CSAV** canceló la parte no utilizada de las dos líneas anteriormente descritas, con el objeto de eliminar el costo asociado a su mantención.

Durante 2008 la compañía contrató el financiamiento de cuatro naves de 12.600 Teus y de tres naves de 6.600 Teus, lo que implicó un crédito sindicado hasta por US\$ 675 millones, liderado por el banco BNP Paribas y en el que participan los bancos CIC de Francia y Korea Eximbank (The Import-Export Bank of Korea), entre otros. A la fecha, la compañía ha girado US\$ 31 millones de esta línea. El 31 de agosto de 2009, la empresa informó que había alcanzado un acuerdo con el astillero surcoreano Samsung Heavy Industries, con el objeto de reemplazar el pedido de las cuatro naves de 12.600 Teus por cinco buques de 8 mil Teus, con un costo de US\$ 125 millones cada uno. Adicionalmente, la empresa acordó con el sindicato de bancos antes descrito el financiamiento a 12 años por el 70% del costo de los barcos. Respecto de las tres naves de menor tamaño, la empresa llegó a acuerdo para financiar del 70% de dos y del 65% de la restante (el costo individual alcanza a US\$ 85,5 millones)

Antecedentes de administración y propiedad

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

Cargo	Nombre
Presidente	Jaime Claro Valdés
Vicepresidente	Arturo Claro Fernández
Director	Andrew Robinson
Director	Luis Álvarez Marín
Director	Joaquín Barros Fontaine
Director	Patricio García Domínguez
Director	Canío Corbo Lloi
Director	Baltazar Sánchez Guzmán
Director	Christoph Schiess Schmitz
Director	Patricio Valdés Pérez
Director	Víctor Pino Torche

La administración de la compañía está liderada por el Sr. Juan Antonio Álvarez Avendaño, gerente general, y conformada por las gerencias que se detallan a continuación:

Cargo	Nombre
Gerente de Sistemas	Roberto Aguiló Ríos
Gerente Líneas Costa Este Sudamérica y Libra	Enrique Arteaga Correa
Gerente Región Norte Europa	Christian Seydewitz Munizaga
Gerente Frigoríficos	Jorge Villagra Mendoza
Gerente Estudios	Vivien Swett Brown
Gerente Región Norteamérica	Andrés Kulka Kuperman
Gerente Líneas Costa Oeste Sudamérica	Luis Álvarez Ríos
Gerente Líneas Norasia	Guillermo Ginesta Bascuñán
Gerente Contralor	Gabriel Escobar Pablo
Gerente Marketing y Comercial	Francisco Subiabre Vergara
Gerente Chartering, Graneles y Automóviles	Santiago Bielenberg Vásquez
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
Gerente Ventas Global	Gonzalo Baeza Solsona
Gerente Región Mediterráneo	Eugenio Cruz Novoa
Gerente Negocio Naviero	Arturo Ricke Guzmán
Gerente Recursos Humanos	Juan Carlos Valenzuela Aguirre
Gerente de Ventas Chile	Arturo Castro Miranda
Abogado Jefe	Claudio Barroilhet Acevedo

El capital de **CSAV** está conformado por 1.816.570.999 acciones suscritas y pagadas. Los diez mayores accionistas de **CSAV** son:

Accionista	Nº Acciones	Participación en Propiedad
Marítima de Inversiones S.A.	690.555.217	38,01%
Celfin Capital S.A. Corredores de Bolsa	310.868.030	17,11%
Banchile Corredores de Bolsa S.A.	46.262.109	2,55%
Philtrá Limitada	33.601.984	1,85%
Larrain Vial S.A. Corredora de Bolsa	29.075.897	1,6%
AFP Provida S.A. Fondo Tipo A	27.664.486	1,52%
AFP Capital S.A. Fondo	26.178.903	1,44%
AFP Cuprum S.A. Fondo Tipo A	25.929.082	1,43%
AFP Cuprum S.A. Fondo Tipo C	23.632.971	1,3%
AFP Habitat S.A. Fondo Tipo A	23.561.859	1,3%

Información de Mercado

Negocio naviero

En los últimos 30 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 desreguló sus economías.

Hasta 2008 se observó un extraordinario aumento en la oferta de naves, provocado por el gran crecimiento de la demanda de los tráficos Asia-Europa y del Mar Negro, Medio Oriente y África, mientras que la economía mundial evolucionaba negativamente. Durante el último trimestre de 2008 y todo 2009, a consecuencia de la crisis económica mundial, en la mayoría de los tráficos, principalmente entre Asia y Europa y hacia Estados Unidos, los volúmenes transportados por los servicios de línea cayeron significativamente, al igual que las tarifas de fletes, muy castigadas por la sobreoferta de naves producida como consecuencia de la contracción mundial.

La actividad de transporte marítimo es muy competitiva y se caracteriza por ser muy sensible a la evolución de la actividad económica. Los desacoples 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.
- ❖ 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 y de 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 de 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 (por ejemplo, atrayendo mercancías que anteriormente eran transportadas a granel), lo que explica que el crecimiento de este segmento supere al comercio exterior en general.

La sostenida recuperación que presentó la demanda por contenedores con posterioridad a la crisis que afectó a la industria en 2001 se vio interrumpida en 2008 con la reciente contracción en el comercio mundial originada en la crisis económica global. Como consecuencia, durante 2009, la demanda mundial por transporte de carga en contenedores experimentó una contracción de 9,5%. Por ejemplo, las principales rutas de comercio, Asia-Europa y Asia-Norteamérica sufrieron bajas de 14,8% y 14,9%, respectivamente. Esto implicó que la oferta de naves porta-contenedores se expandiera en 6,5% y no en el 17% proyectado anteriormente sobre la base de las órdenes de compra, como resultado de las menores expectativas acerca del crecimiento del mercado.

La oferta de naves portacontenedores ha crecido continuamente desde hace más de diez años, incluyendo el tamaño de las naves, lo que ha permitido mejorar la calidad del servicio y reducir los costos. En este contexto, ha sido la flota de naves con capacidad mayor a los 3 mil Teus la que liderado el alza, aumentando en más de cinco veces entre 1996 y 2009.

Pese a la crisis, la capacidad global de transporte de contenedores aumentó en un 6,2% durante 2009, cifra inferior al 12,7% alcanzado el 2008, lo que demuestra el importante volumen de pedidos que se realizó durante el *boom* de la industria en los años anteriores y que en parte fue el detonante de la brusca caída en las tarifas de 2008-2009. La baja en la demanda mundial y el incremento en la flota llevaron a que cerca de un 10% de la capacidad de transporte marítimo mundial se mantuviera inactiva.

El arriendo de naves portacontenedores se ha mantenido en niveles bajos en relación a los observados hasta inicios de 2008, aunque con una tendencia a estabilizarse hacia fines de 2009. Como consecuencia, durante 2009 las tarifas presentaron una fuerte caída en comparación a 2008, continuando con la tendencia apreciada en el último trimestre de ese año. Ya hacia el tercer trimestre de 2009 las tarifas comenzaron a subir, aunque en los tres primeros meses de 2010 aún se mantenían por debajo de los niveles de igual lapso de 2009.

Posicionamiento de CSAV

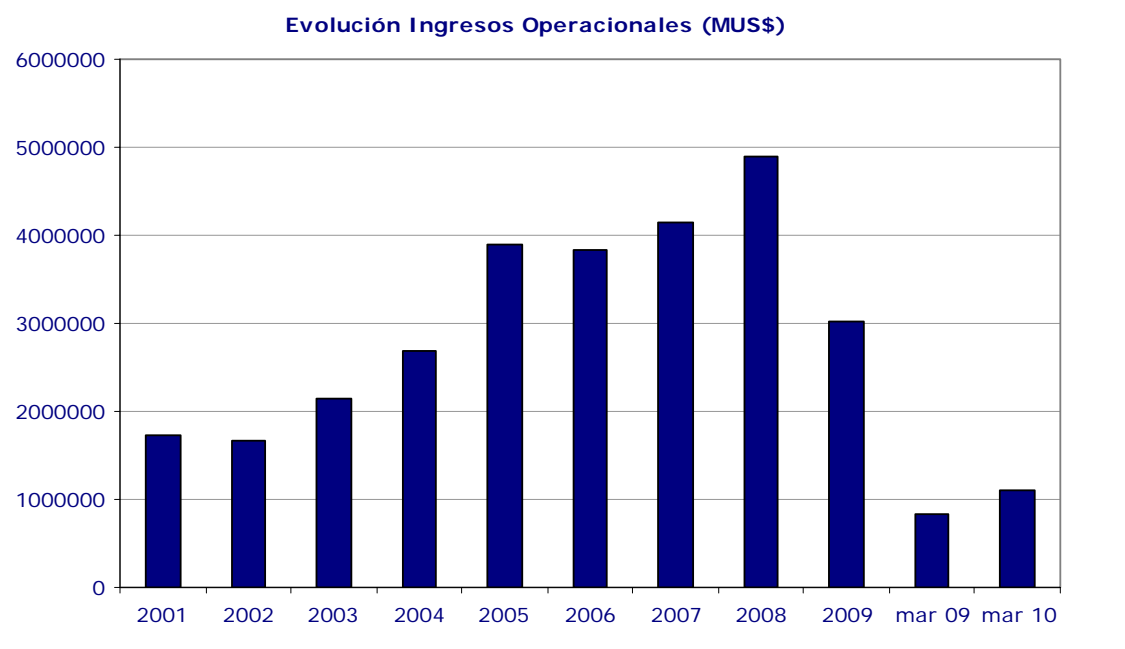
CSAV se ha consolidado como transportista global, con fuerte presencia en las rutas entre Sudamérica y el resto del mundo, operando una flota cercana a las 150 naves y participando activamente en los mercados de carga general en contenedores, graneles, frigoríficos y vehículos.

Evolución Financiera

Para el análisis financiero debe tenerse en cuenta que la compañía cambió las normas contables con las cuales presenta sus Estados Financieros, utilizando actualmente IFRS, y existiendo datos bajo dicho esquema sólo desde 2009.

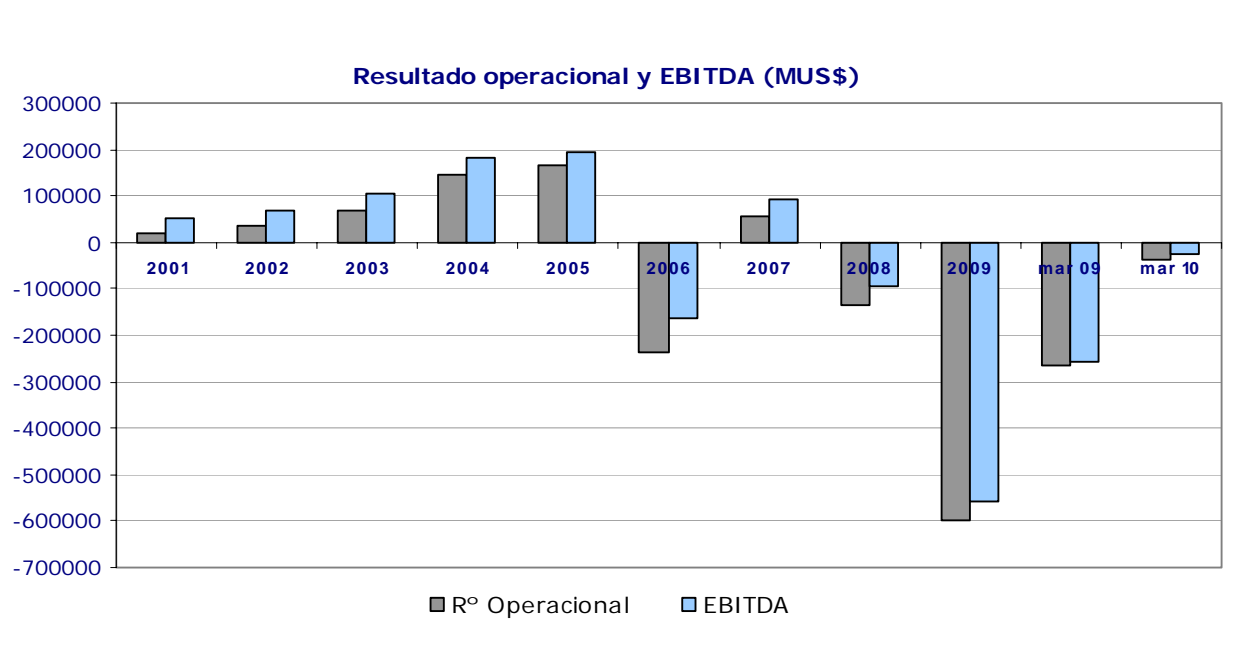
Ingreso, resultado operacional y EBITDA

Las cifras de los últimos ocho años muestran que, después de una contracción de 3,5% en 2002, los ingresos de explotación de **CSAV** crecieron paulatinamente todos los años, excepto el 2006 cuando los ingresos cayeron 1,4%. Entre 2003 y 2005 se observaron tasas de crecimiento anuales superiores al 26%, acorde con el crecimiento mostrado por la demanda mundial de transporte de contenedores y de carga en general. Durante el 2006 la tasa de crecimiento fue negativa, fundamentalmente por efecto de las menores tarifas de los fletes a nivel de mercado (originadas en una cada vez mayor oferta mundial de naves porta-contenedores), situación que se empezó a revertir en el primer trimestre de 2007, lo que le permitió en ese año y también en 2008 retomar el crecimiento. En 2009 se observa el efecto de la crisis económica en la demanda, provocando una caída en los ingresos de explotación de 38%, producto tanto de una menor demanda como también de tarifas inferiores a las anteriormente observadas. En el primer trimestre de 2010, los ingresos experimentaron una importante alza de 34,4% respecto a igual período de 2009, como consecuencia de una mejor demanda.



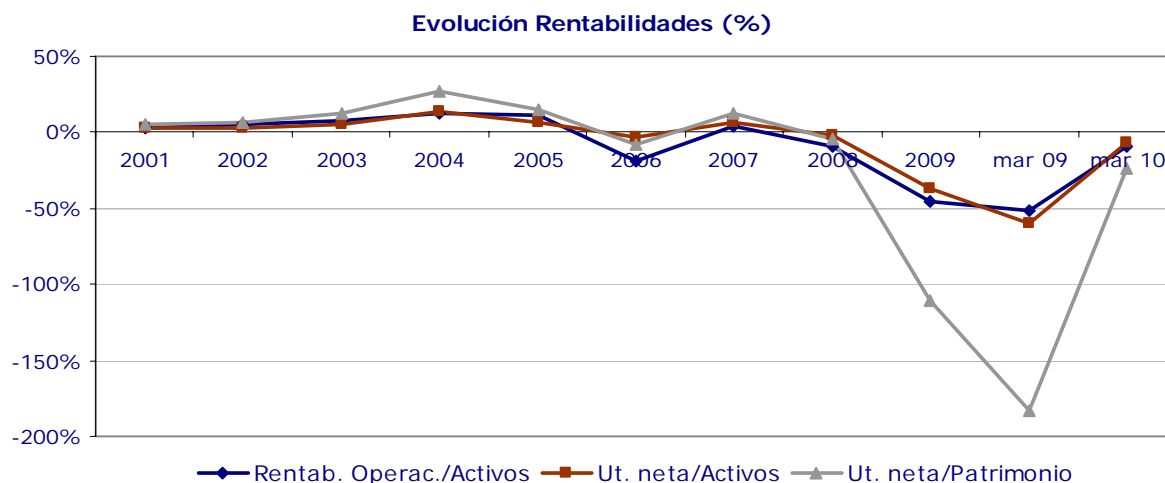
Por otra parte, tanto a nivel de resultado operacional como de EBITDA, la tendencia hasta el 2005 fue favorable. Desde entonces, sin embargo, y salvo 2007, a causa de las variables externas que han afectado a la industria naviera (menores precios de los fletes, alza en el precio de los combustibles, crisis económica) la compañía presentó resultados operacionales y EBITDA negativos, lo que se espera se revierta a partir del segundo trimestre de 2010.

Para el caso de los gastos operacionales, es necesario destacar que producto de las negociaciones con los armadores en el contexto del plan de fortalecimiento financiero, **Vapores** logró una rebaja en los arrendamientos para los años 2009 y 2010, lo que no se ve reflejado en la contabilidad. De esta forma, si bien los estados financieros reflejan un gasto mayor por este concepto, en la realidad el desembolso por arriendos fue menor, y la diferencia se capitalizó, lo que implica que los indicadores de gastos operativos globales son menores y por tanto el EBITDA obtenido durante 2009 y el primer trimestre de 2010 en la práctica fue superior. Naturalmente, esto también impacta positivamente a indicadores como el período de pago de la deuda y los ratios de rentabilidad.



Rentabilidades

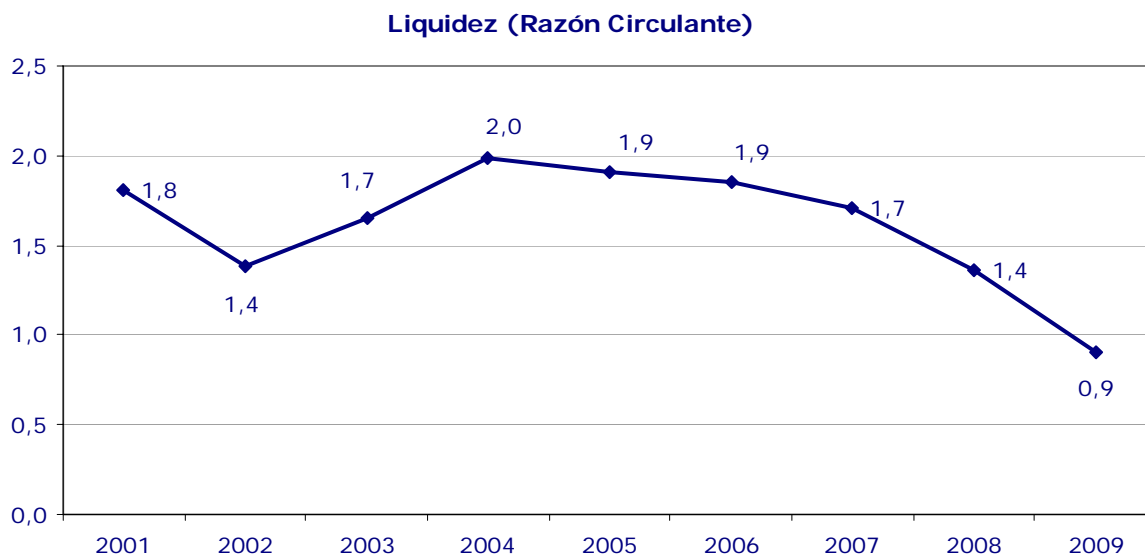
Como consecuencia del comportamiento descrito anteriormente, los niveles de rentabilidad hasta 2004 fueron al alza. Desde 2005 se observa el fuerte efecto de los resultados no operacionales (menores ingresos fuera de explotación, menor utilidad de inversión en empresas relacionadas y diferencias de cambio),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



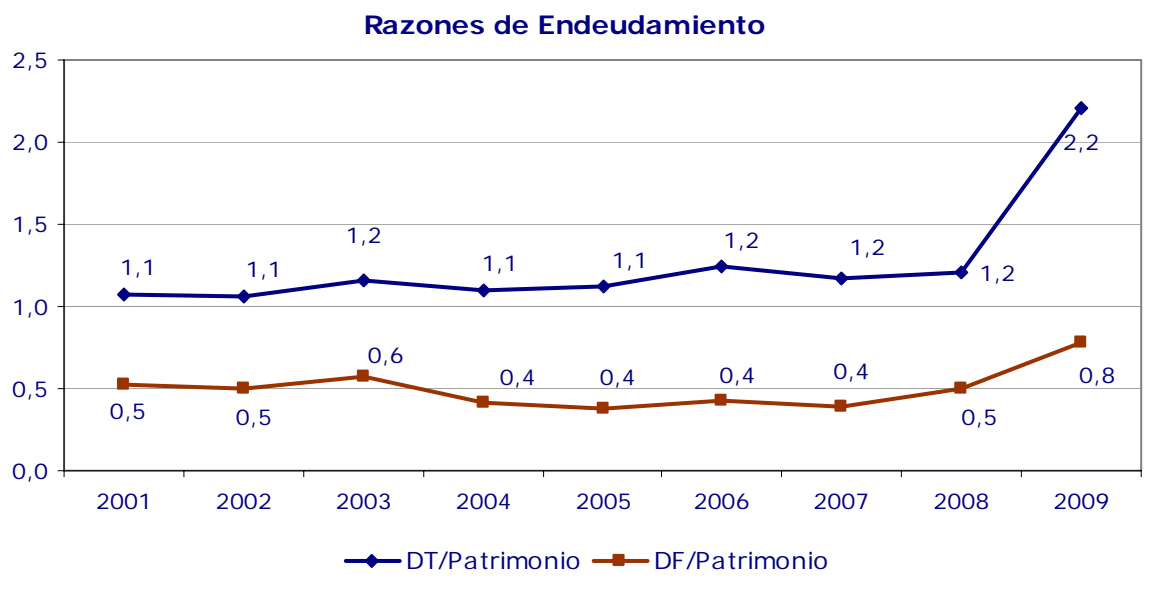
Las rentabilidades a marzo consideran los resultados anualizados de los tres primeros meses de cada año, por lo que no son comparables con las restantes.

Liquidez y endeudamiento

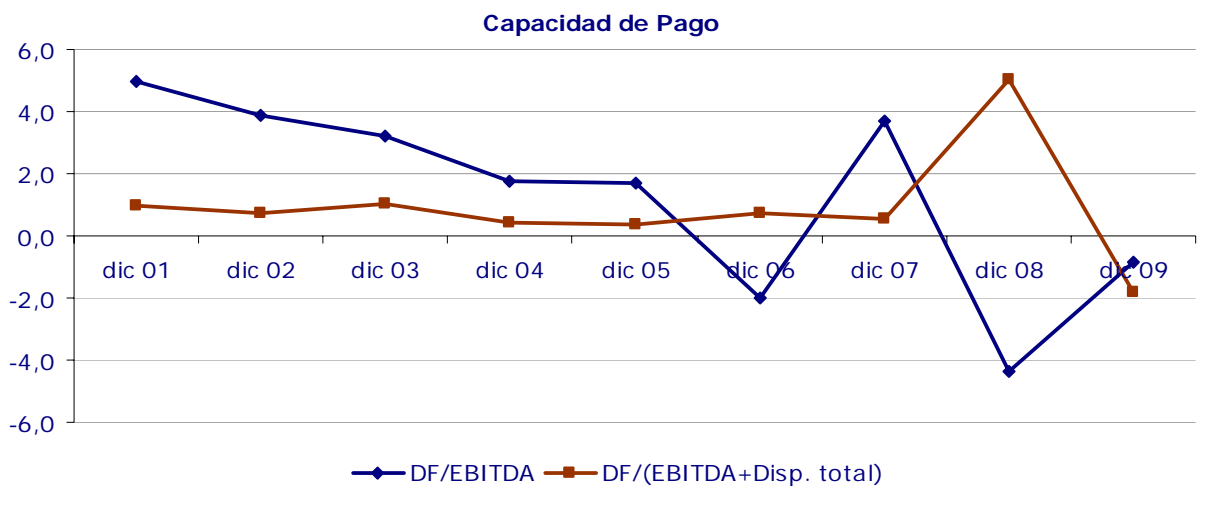
La compañía presentó niveles de liquidez corriente superiores a 1,4 hasta 2008, relación que presenta un nivel menor a uno desde marzo de 2009, principalmente a consecuencia de un mayor nivel de las cuentas de "acreedores varios" e "ingresos percibidos por adelantado". A marzo de 2010, bajo IFRS, la razón circulante llegaba a un valor de 0,85.



Respecto a las razones de endeudamiento, se observa un crecimiento en el último año, explicado básicamente a la disminución del patrimonio producto de las pérdidas experimentadas por la compañía desde el tercer trimestre de 2008. En marzo de 2010, los indicadores de endeudamiento relativo, medidos tanto como deuda total y deuda financiera sobre patrimonio, alcanzaban niveles de 2,7 y 0,82.



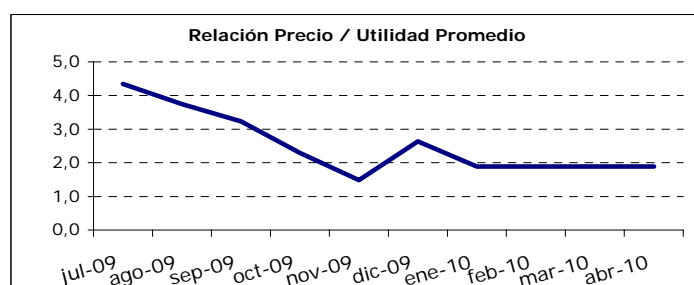
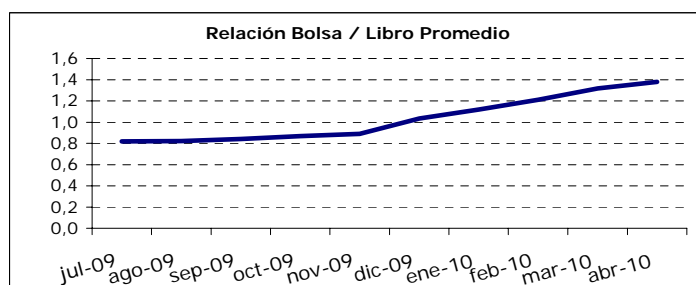
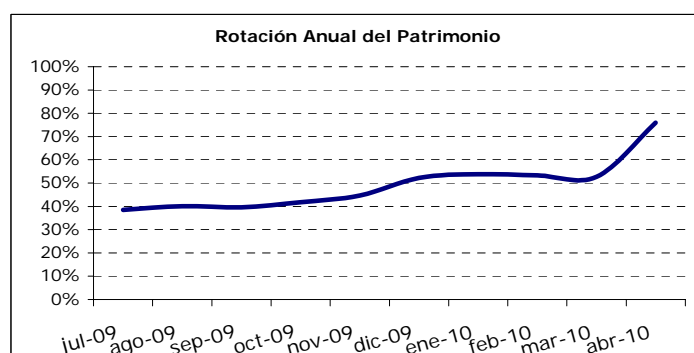
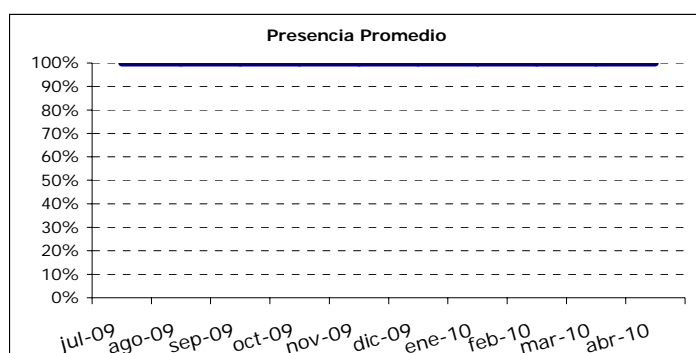
Por otra parte, la capacidad de pago, medida como deuda financiera sobre EBITDA, mostró una tendencia importante a la baja hasta el año 2005, explicado por las mejoras en los resultados de la compañía y por tanto en sus flujos de caja. En 2006, 2008 y 2009 pasa a ser negativa dado el EBITDA con igual signo de tales períodos. Sin embargo, si consideramos, además del EBITDA, los fondos disponibles (caja, depósitos a plazo y valores negociables) el *ratio* muestra niveles positivos, salvo para 2009, cuando las pérdidas experimentadas fueron mayores al disponible total.



La deuda financiera de la compañía a marzo de 2010 alcanza US\$ 497,5 millones y está conformada por deuda bancaria (83,6% del total), deuda por bonos (13,6%), *leasings* (2,3%) y pasivos por coberturas (0,4%). Del total de deuda financiera, sólo un 5,5% tiene vencimiento en un plazo menor a un año. A marzo de 2010, el disponible total alcanza a un 45% de la deuda financiera.

Antecedentes de los Instrumentos

Desempeño bursátil de la acción



Características de los títulos de deuda

Características de los Bonos Vigentes – Series A1 y A2	
Inscripción	Nº 274 de 12.10.01
Monto Vigente	MUS\$ 67.872
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

“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”