

N° 102

**Compañía Sudamericana de Vapores (CSAV):
Una empresa chilena globalizada**

Teodoro Wigodski, Juan Rius, Eduardo Arcos

**DOCUMENTOS DE TRABAJO
Serie Gestión**

Autores: Teodoro Wigodski¹, Juan Rius², Eduardo Arcos³

Compañía Sudamericana de Vapores (CSAV):

Una empresa chilena globalizada

INDUSTRIA NAVIERA MUNDIAL

En la actualidad el transporte marítimo es el medio más utilizado en el mundo para transportar carga, cerca de 90% del comercio mundial se realiza por esta vía. Se estima que la operación de buques comerciales contribuye con cerca de US\$ 380 billones por concepto de tarifas de transporte de carga, lo que representa el 5% del total del comercio mundial.

En los últimos 50 años la industria ha cuadruplicado el volumen transportado, alcanzando el año 2003 las a 25.000 billones de toneladas. Este aumento se debe principalmente a la industrialización y liberalización de las economías, lo que se tradujo en la apertura del comercio internacional y en el aumento en la demanda de los consumidores por más y mejores productos.

Los servicios de transporte marítimo se pueden clasificar en siete tipos: Contenedores, Automóviles, Graneles Sólidos, Carga Refrigerada, Cemento, Petróleo y Derivados, Productos Químicos y Gas, Pasajeros, y Servicios especiales.

¹ Académico Universidad de Chile, Ingeniero Civil Industrial, MBA y Magíster en Derecho de la Empresa

² Ingeniero Comercial, Universidad de Chile. Postgrado en Finanzas, Universidad Adolfo Ibáñez

³ Ingeniero Civil Industrial, Universidad de Chile

El transporte de carga general en contenedores ha tenido desde sus comienzos un fuerte crecimiento. La unidad básica de medida de los contenedores es el TEU (Twenty Equivalent Units), lo que corresponde a contenedores de 20 pies. El rendimiento y calidad en el servicio de transporte que ofrece el contenedor, ha permitido su desarrollo como alternativa predilecta frente a otros medios de transporte. Este factor explica que el crecimiento de este segmento supera al crecimiento del comercio exterior. Durante el año 2004 la capacidad mundial de transporte de contenedores aumentó en 8%, superando al 7,3% observado durante el año 2003.

Actualmente se ha incorporado tecnología de punta tanto para mejorar el manejo y control de los buques y la relación con los clientes. A través del e-commerce los clientes pueden reservar espacio en los buques, realizar seguimientos a sus cargas, etc.

Por los aspectos antes señalados el transporte marítimo se ha transformado en un medio de transporte seguro, confiable y muy eficiente.

La industria naviera es una industria muy competitiva, con fuertes economías de escala, características que han marcado su evolución induciendo un gran número de fusiones y adquisiciones. Producto de ello, se ha concentrado el mercado en unos pocos actores. Entre las 15 principales compañías, se opera cerca del 70% del mercado mundial de transporte de contenedores (ver Anexo N° 1). Mas aún durante el 2005, Maerksealand, la naviera N° 1⁴ (ha nivel de contenedores), adquirió a P&O Nedlloyd, la naviera N° 3 . Esto aumenta la concentración de la industria con un actor dominante que tendrá cerca del 18% de participación de mercado.

El año 2004, en tanto, se caracterizó por un incremento en los precios de los fletes marítimos (alzas promedio del 30% en dólares), producto del aumento en la demanda por buques. Este

⁴ Posee la mayor capacidad de transporte de contenedores.

incremento provocó fuertes desajustes entre lo que el mercado naviero ofrecía y demandaba el mercado del transporte de comercio internacional. También se observaron fuertes cambios en los principales costos de operación (seguros, petróleo, hierro, etc). En particular existió escasez de buques de carga producto del creciente intercambio global, generado principalmente por el potente crecimiento de las economías de China e India. (ver Anexo N° 2)

ESTRUCTURA DE LA INDUSTRIA

Poder de negociación de los clientes

El negocio naviero posee un ciclo de oferta muy particular. Existen periodos de sobre-oferta de capacidad de transporte , y periodos de sobre-demanda. Es claro que cuando existe un periodo de sobre-demanda, el poder de los compradores de servicios de transporte marítimo es muy bajo, ya que no poseen un sustituto adecuado y quedan supeditados a los precios ofrecidos por las empresas navieras (oferta inelástica)⁵. Ahora bien, cuando existe un periodo de sobre-oferta, la situación cambia y los compradores de servicios de transporte poseen gran poder puesto que estos son esenciales para la supervivencia de muchas compañías navieras que ven reducidos sus márgenes y sus buques quedan prácticamente parados. En general, a modo de evitar esta fluctuación en los precios, entre las grandes compañías navieras y sus clientes, se firman contratos de mediano y largo plazo que, por un lado aseguran un precio para el comprador, y por otro aseguran movimiento de carga para las navieras⁶.

⁵ Evidencia de ello es el alza sostenida que han experimentado los precios en transporte marítimo y en particular de contenedores en los últimos 2 años

⁶ Lo que permite a las empresas navieras mostrar un horizonte más predecible a sus financistas de naves

Poder de negociación de los proveedores

Los astilleros poseen gran poder de mercado puesto que en época de peak de demanda de nuevas naves, la capacidad de producción no alcanza a satisfacer los requerimientos de mercado. Ello principalmente porque el periodo de fabricación de un buque de nueva tecnología fluctúa entre dos y tres años.

Para las empresas navieras, los proveedores de mayor incidencia en términos de sus costos operacionales, son las compañías distribuidoras de combustible y las compañías de seguros a la nave y a la carga. El poder que ejercen los proveedores es relevante, en muchos casos pueden afectar de manera significativa la rentabilidad de las compañías navieras, dada la nula posibilidad de sustitución de estos recursos críticos. Si a ello se suma el hecho que los proveedores muestran un alto nivel de concentración en carteles para el petróleo y también en la refinación del combustible y en unos pocos astilleros de buques, se tiene una industria expuesta a un gran poder de sus proveedores.

Tendencias de la industria:

Concentración de actores:

A nivel mundial se ha producido una concentración de los participantes a través de un gran número de adquisiciones y fusiones. Estas han sido producto de la gran competitividad existente en la industria, lo que ha llevado a las compañías a buscar nuevas formas de bajar costos, lo cual se ha logrado mediante la obtención de economías de escala.

Aumento del tamaño de buques:

Un claro ejemplo de la búsqueda de economías de escalas es el aumento en el tamaño de los buques, los cuales pretenden llegar en el año 2010 a transportar 12.000 TEU's (ver

Anexo N° 3). Para responder a esta tendencia será necesario realizar grandes inversiones en infraestructura portuaria⁷.

Generación de alianzas:

Con la finalidad de llegar a un gran número de mercados y satisfacer las necesidades “globales” de los clientes⁸, las compañías navieras han realizado alianzas entre sí. De esta forma logran utilizar de manera eficiente sus capacidades ociosas, logrando reducir costos y aumentar el número de servicios y rutas ofrecidas (ver Anexo n° 4).

Rápida imitación de servicios entre compañías:

Producto de la mencionada globalización de la industria, existe relativamente poca diferenciación en cuanto a los servicios ofrecidos. Cada vez que se realiza un servicio nuevo, la competencia lo imita con rapidez generando una commoditización de los servicios.

MERCADO NAVIERO LATINOAMERICANO

El mercado marítimo latinoamericano, posee tres grandes actores: Brasil, Argentina y Chile. En estos tres países se concentran principalmente los servicios que ofrecen las compañías navieras. Cabe mencionar que el los últimos 10 años se le ha dado un gran impulso a la industria de transporte marítimo con la incorporación de empresas privadas en la operación de terminales portuarios. Esto ha permitido renovar la infraestructura física y tecnológica y por consiguiente generar mayor eficiencia en las actividades, lo que a su vez económicamente viabiliza la creación de nuevas rutas y servicios de transporte.

⁷ Por ejemplo: aumento del calado del puerto, grúas, consolidación de aguas abrigadas.

⁸ A su vez cada vez más globales

MERCADO NAVIERO CHILENO

En Chile en tanto existen tres grandes actores importantes: 1) Compañía Sudamericana de Vapores (CSAV) controlada por el mayor accionista don Ricardo Claro Valdés, 2) Compañía Chilena de Navegación Interoceánica (CCNI) controlada por la familia Urenda, y 3) Ultramar controlada por la familia Von Appen.

CSAV y CCNI se encuentran entre las navieras más grandes del mundo en el transporte de contenedores ocupando los lugares 12 y 31 respectivamente. La envergadura alcanzada por estas compañías se debe principalmente a que las navieras chilenas nacieron y se han mantenido como empresas privadas a lo largo de toda su historia⁹. Si bien contaron en el pasado con algunas normas proteccionistas y de fomento, éstas desaparecieron el año 1979 con la Ley de Fomento a la Marina Mercante¹⁰, lo que obligó a las empresas a redoblar sus esfuerzos por incorporarse a los competitivos mercados globales y desarrollar una sólida capacidad de gestión.

LOS COMIENZOS....

CSAV, una de las empresas navieras privadas más antiguas del mundo, se constituye en Valparaíso el 9 de octubre de 1872, a partir de la fusión de dos empresas navieras chilenas: la Compañía Nacional de Vapores y la Compañía Chilena de Vapores.

En sus comienzos, CSAV atendió el servicio de cabotaje, pero rápidamente (1873) extendió sus tráficos a la costa oeste de Sudamérica, llegando a Panamá antes de la apertura del canal de

⁹ En general las navieras sudamericanas se crearon siendo de carácter estatal lo que con el tiempo les había provocado una pérdida de competitividad.

¹⁰ Decreto Ley N° 3.059

Panamá. Luego se extendió a Estados Unidos y posteriormente a Europa, Lejano Oriente, Islas del Pacífico, Japón y la costa este de Sudamérica.

En 1961 fue creada, la empresa filial Sudamericana, Agencias Aéreas y Marítimas S.A. (SAAM), para el agenciamiento aéreo y marítimo.

La promulgación de la Ley de Fomento a la Marina Mercante Nacional, originó una etapa de gran dinamismo y crecimiento en las actividades de la Compañía, estableciéndose, a partir de 1984, nuevos tráficos que modificaron los servicios existentes al Norte de Europa, Lejano Oriente y Japón, Mediterráneo, América-Pacífico y Sudeste Asiático.

En 1988 asume la presidencia del directorio el Sr. Ricardo Claro Valdés, , quien desarrolla el potencial de la compañía a través de un gran emprendimiento. Durante la década de los noventa, la compañía ingresa, mediante participación en filiales o directamente, en diversos negocios de transporte marítimo, además de establecer alianzas y adquisiciones con otras navieras en diversas parte del mundo.

EL GRUPO CSAV HOY

De esta forma al año 2005, CSAV se encuentra inserta en los negocios de transporte marítimo de: contenedores (llamados servicios de línea), graneles líquidos y sólidos, cargas refrigeradas y automóviles (cargas especializadas). Además de los servicios portuarios y de logística terrestre que ofrece su filial “Sudamericana, Agencias Aéreas y Marítimas S.A.” (SAAM) en diversos puertos de América Latina. El transporte de carga en contenedores representa el principal negocio de la compañía (ver Anexo N° 5), lo que le ha permitido ubicarse dentro de las 12 navieras más importantes a nivel mundial (ver Anexo N° 1).

Durante el 2004 la compañía generó utilidades por US\$ 207 millones lo que representa un aumento de cerca de 300% en relación al 2003 (ver Anexo nº 6).

A Junio del 2005 CSAV contaba con un total de 134 buques, de los cuales 25 son propios y el resto son arrendados.

LAS CLAVES DEL ÉXITO

1. Adquisiciones... una forma de crecer rápido.

Inserta dentro del transporte naviero a nivel mundial, CSAV se ha concentrando principalmente en el comercio latinoamericano con el resto del mundo. En particular, la compañía se ha especializado en el transporte de carga de contenedores y es en Latinoamérica donde ha enfocado sus principales inversiones.

En el año 1999, la compañía comienza su expansión internacional con la adquisición de la compañía brasilera Libra y posteriormente la uruguaya Montemar. Mediante estas adquisiciones la compañía logra cubrir el tráfico Norte-Sur de la Costa Este. En tanto, el tráfico de la Costa Oeste queda mayoritariamente cubierto por la misma CSAV. Este hecho constituye un cambio en la línea de acción de la compañía, pasando de ser una empresa focalizada en el océano Pacífico, a una que se diversifica al océano Atlántico.

Con la adquisición de Libra y Montemar, CSVA se posiciona como el mayor operador de contenedores de Sudamérica, acentuando su posición de mercado en la zona. En particular, estas adquisiciones aumentaron las barreras de entrada a navieras europeas que pudieran incursionar en el sector.

Además, en el año 1999 la compañía ingresa al negocio del transporte de cemento mediante su participación en Belden Shipping, empresa líder en su rubro. Con esto la CSVA entrar a un negocio que hasta el momento le era desconocido.

El año 2000 CSVA adquiere la naviera Norasia con la finalidad de acentuar su presencia en el mercado asiático. Esto lleva a la compañía a cubrir el tráfico Este-Oeste y le ha permitido aprovechar el gran impacto que ha tenido el crecimiento económico de China en el comercio internacional.

Con esta adquisición CSAV anticipa el crecimiento económico de China y luego se consolida como una empresa Global, alcanzando una posición destacada entre las navieras con mayor presencia de mercado a nivel mundial.

2. El valor no se gana...se crea.

CSAV ha logrado concentrar sus esfuerzos en aquellos activos que son fundamentales para su operación. Pasando de una estructura de activos equivalentes entre activos fijos y circulante, a una en que dominan los activos circulantes¹¹. Para ello el arriendo de buques ha sido fundamental. Es en esta actividad que CSAV genera gran valor, dada la forma de negociación de sus contratos, tanto en el arriendo de naves, como en la venta de servicios.

Como se mencionó anteriormente, en el mercado naviero existe una gran correlación entre el precio de los servicios de transporte marítimo y el costo de los arriendos de las naves. La línea de acción en este sentido ha consistido en privilegiar el arriendo de naves por sobre la compra.

Esto ha permitido a CSAV sortear las épocas más recesivas del sector; producto de sus menores costos fijos, es decir, ha tenido bajos costos en comparación con sus competidores. Ahora bien, en épocas expansivas como la que se ha experimentado en los últimos dos años (a partir del 2003) , se observa un crecimiento tanto en los costos de arriendo de naves, como en los fletes cobrados por los servicios que ofrece la empresa.

¹¹ ver anexo nº6

Al mismo tiempo, el alza del precio del petróleo ha afectado los costos de la compañía. Es aquí donde la empresa ha aplicado todo su conocimiento de mercado, el cual le ha permitido optimizar su manejo de contratos de fletes. Esto ya que la compañía negocia sus contratos de arriendo de naves en períodos que van desde los 6 meses hasta los 5 años con tarifas fijas; sin embargo, los contratos de flete fluctúan en el corto plazo, permitiéndole, de esta forma, generar excedentes considerables entre lo que paga por arriendo y lo que le ingresa por concepto de flete en un periodo de crecientes precios de transporte marítimo.

3. Diversificación de negocios : ¿balanceando la canasta?

Como se mencionó anteriormente, la compañía posee tres líneas de negocios: transporte de contenedores, transporte de carga especializada y servicios portuarios.

El transporte de contenedores representa la principal fuente de ingresos para la compañía, con cerca del 87% de sus ingresos durante el año 2004. En relación a esta línea de negocios, CSAV ha logrado expandir sus rutas con tráfico norte - sur, y este - oeste, logrando de esta forma poder aprovechar la gran demanda por naves que están requiriendo principalmente China e India.

A su vez, la compañía a logrado diversificar sus rutas y, por lo tanto, no depender exclusivamente de esos mercados. CSAV ha realizado esfuerzos por diferenciarse en un mercado altamente concentrado. Para lo cual constituyó una amplia red comercial en todo el mundo, realizando permanentes encuestas de satisfacción a los clientes y la implantación de modernas herramientas computacionales y de telecomunicaciones, que permiten a los clientes saber donde esta su carga en cada momento.

Por otro lado, dada la dinámica competitiva de la industria, CSAV ha debido a su vez lograr eficiencia en su estructura de costos, para ello ha incrementado el tamaño de sus naves (lo que

le permite acceder a economías de escala) y ha centralizado la adquisición de insumos (que le ha otorgado un mejor control y mayor poder de negociación). En resumen, en esta línea de negocios, la estrategia ha sido liderazgo en costos y diferenciación integrados.

En el transporte de carga especializada, CSAV se ha posicionado como una empresa confiable y que brinda servicios de altos estándares de calidad. Esto le ha permitido obtener contratos con grandes compañías a nivel mundial como es el caso del transporte de automóviles para Ford, General Motors y Renault. Un ejemplo y reconocimiento a los elevados estándares de la compañía ocurrió en Abril del 2005, cuando General Motors Company, le otorgó el premio al proveedor del año 2004 en la categoría logística.

Como se aprecia, CSAV ha logrado una clara diferenciación en cuanto al resto de las compañías, siendo la calidad y confiabilidad sus principales características.

Por último, en el sector portuario, CSAV cuenta con su filial SAAM. Esta representa un activo fundamental para la compañía y sus operaciones, ya que potencia los servicios ofrecidos y constituye una integración natural dado el carácter estratégico que posee el agenciamiento marítimo para el negocio naviero.

En esta línea de negocios, la compañía ha realizado grandes inversiones, tanto dentro como fuera de Chile (por ejemplo: Argentina, Uruguay, Perú, Brasil, Ecuador, Colombia y México), logrando rentabilizar su conocimiento del mercado y las economías de ámbito que genera. Este factor le ha permitido alcanzar gran eficiencia en costos; muestra de ello es la reciente incursión en el mercado norteamericano, donde en Junio del 2005 se adjudicó la concesión para operar un terminal marítimo en Port Everglades ubicado en Fort Lauderdale, Florida, Estados Unidos. Con esto, la compañía se consolida como una de las empresas portuarias más grandes de América y abre una ventana para el mercado Norteamericano.

4. Alianzas y estrategias de cooperación

Como se mencionó anteriormente, la industria naviera se encuentra muy concentrada, esto producto de fusiones y adquisiciones en busca de mayor poder de mercado y lograr economías de escalas. Con la finalidad de enfrentar este escenario una línea de acción que ha tomado la compañía es la formación de alianzas para operar en forma conjunta con otras navieras. Con esto ha ganado eficiencia producto de las economías de escala y a la vez, se adquiere un aprendizaje de mercados en los cuales CSAV no poseía mayor conocimiento.

Ejemplo de lo anterior es el acuerdo que en 1997 la compañía firmó con Odfjell ASA, empresa líder en su rubro, para el transporte de productos químicos en Chile y Sudamérica. Con esto CSAV se hizo presente en un negocio inexplorado para la compañía y de esta forma adquirió valiosa experiencia y conocimientos, además de diversificar sus líneas de negocios.

Por otro lado, la compañía ha realizado una serie de acuerdos de cooperación con otras navieras de manera de efectuar los llamados “Joint Service”, estos consisten en servicios entre varias navieras, las cuales comparten espacio de carga y generan una mayor frecuencia entre destinos (Ver Anexo nº 8).

Algunas de las razones que se manifiestan para la generación de alianzas, han sido:

- Producto de la tendencia de las grandes compañías demandantes de servicios navieros a contratar un solo proveedor de transporte marítimo.**
 - Al aumentar el tamaño de los buques, a una sola compañía naviera le resulta cada vez más difícil utilizar de manera eficiente la capacidad disponible. Al generar una alianza se logra compartir espacio y le permite acceder a economías de escala y mejorar sus márgenes operacionales.**
-

-
- **Las alianzas permiten controlar los desequilibrios comerciales que se producen en las diversas rutas, reubicando de manera eficiente los contenedores vacíos.**

A su vez, CSAV ha generado acuerdos con empresas del rubro para la compra en conjunto de buques. De esta forma el año 2003 la compañía firmó, en conjunto con Peter Döhle Schiffahrtskontor, un contrato para la construcción de 22 barcos portacontenedores cuya capacidad total es de 108.700 TEU's. Además, durante el año 2004 se concretó la asociación con Bulk Carriers Ltd., Bocimar Internacional y AMN Shipventure Inv para operar naves graneleras.

Con esto la compañía busca diversificar el riesgo financiero de las inversiones de capital y lograr una posición negociadora más fuerte con sus clientes y proveedores.

GOBIERNO CORPORATIVO DE CSAV

Existen tres instancias de control para los accionistas de CSAV:

- **Juntas de accionistas: Existen juntas ordinarias y extraordinarias, las primeras se efectúan una vez al año y tratan materias tales como: la aprobación de estados financieros y de informes de auditores externos, repartos de dividendos, elección de los miembros del directorio y liquidadores, entre otros.**

Las Juntas Extraordinarias, se realizan en cualquier momento del año, cuando así lo exijan las necesidades sociales y tratan materias tales como: Disolución, transformación, fusión o división de la sociedad, emisiones de bonos, aumentos de capital y enajenación de activos, cambio en el número de directores, entre otras.

-
- **Consejo de administración o Directorio:** Este organismo es el encargado de dirigir y supervisar la actividad de la compañía, delegando la gestión de esta los equipos ejecutivos y de dirección. Además posee responsabilidades concretas en relación a la estrategia y dirección del negocio, a su vez realiza labores de coordinación entre las empresas del grupo. En cuanto a sus labores operativas: debe aprobar las estrategias generales de la compañía, nombrar y destituir a los altos ejecutivos, cuando se estime necesario.

Al 31 de Diciembre del 2004 el directorio de CSAV esta integrado por 6 representantes del Grupo Claro, de un total de 11 miembros (ver Anexo N° 9).

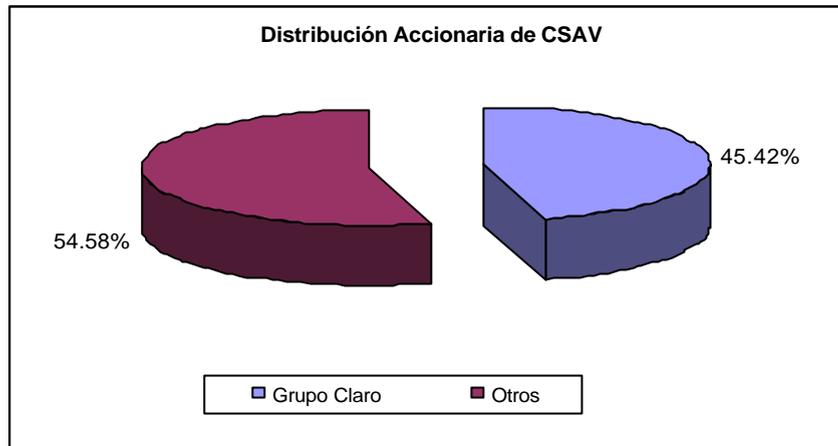
- **Comité de Directores:** Su principal tarea es apoyar al directorio en el mejoramiento continuo de los controles internos, así durante el año 2004, el Comité celebró 15 sesiones donde se analizaron las operaciones que la Compañía realiza con empresas relacionadas, los reportes financieros (FECU) trimestrales, los informes de los auditores externos, y los Estados Financieros del año anterior; su análisis razonado y las notas de los auditores.

Algunas particularidades del gobierno corporativos de CSAV y que han contribuido a manifestar el desarrollo evidenciado por la compañía.

En primer lugar la mesa directiva se ve fuertemente influenciada por el presidente del directorio Sr. Ricardo Claro Valdés, quien ha logrado materializar planes de desarrollo estratégico los cuales se gestaron 30 años atrás. Para ello ha sido clave contar con el control directivo de la compañía de manera de adoptar tomar decisiones con impacto a largo plazo, por sobre el beneficio inmediato.

El grupo Claro poseía a Junio del 2005, cerca del 46% de propiedad accionaria logrando mediante acuerdo con algunos otros accionistas, llevar a cabo sus planes estratégicos.

Cuadro N° 26: Distribución Accionaria de CSAV



Fuente: Fitch Ratings Junio 2005

En del historial corporativo de CSAV, destaca la participación en la compañía de tres de los grandes grupos económicos de Chile: Matte, Angelini y Piñera.

El primero relacionado a la industria de la celulosa y accionista mayoritarios de CMPC, tuvo una participación de 5.7% en MARINSA (controlador de CSAV) hasta Octubre del 2003 y 7.6% de CSAV de la cual se vendió en Bolsa de Valores, producto de desavenencias al interior de la sociedad.

En aquella oportunidad se tejió unos de los capítulos mas controversiales al interior de la compañía, puesto que don Sebastián Piñera¹², adquirió el 5.7% de Marinsa y un 1.8% de Sudamericana. Lo que podía haberle otorgado un puesto en el directorio de MARINSA, empresa que controla CSAV y que tiene como controlador al Grupo Claro Valdés.

¹² **Empresario, ex senador y candidato presidencial 2005, experimento una incómoda situación ante las cámaras del canal de televisión Megavisión (canal controlado por el Sr. Claro), conocido como el affaire Piñeragate (<http://apocatastasis.com/sebastian-pinera-bomba.htm>)**

Dado este escenario, don Ricardo Claro Valdés promovió en Junta Extraordinaria de Accionistas reducir el número de directores de 11 a 7, con lo cual Sebastián Piñera se quedaría sin presencia en el directorio de MARINSA y consecuentemente sin capacidad controladora de CSAV.

Tras la venta de acciones de Marinsa del grupo Matte a Sebastián Piñera, este queda con un 4% de participación, lo que en rigor con el apoyo de algunos minoritarios le hubiese permitido llegar a la mesa.

La reducción de miembros en el directorio de Marinsa se aprobó el 21-11-03, la principal razón que se expuso fue: “el excesivo número de directores considerando que Marinsa es una sociedad de inversiones permanentes, con un giro en el hecho muy acotado” (Acta de la junta extraordinaria de accionistas 21 -11-03)

A continuación se muestra la reducción del número de directores (de 11 a 7):

Directorio Marinsa			
Cargo	Nombre	Grupo	Observación
Presidente	Juan Agustín Figueroa Yávar	Claro	Actualmente en el directorio
Director	Luis Alvarez Marín	Independiente	Actualmente en el directorio
Director	José Luis Cerda Urrutia	Claro	Actualmente en el directorio
Director	Arturo Claro Fernández	Claro	Actualmente en el directorio
Director	Manuel Correa Ossa	Claro	Actualmente en el directorio
Director	Cirilo Elton González	Claro	Actualmente en el directorio
Director	Christoph Schiess Schmitz	Independiente	Actualmente en el directorio
Vicepresidente	Manuel Grez Matte	Matte	Renuncia el 21-11-03
Director	Hernán Somerville Senn	Banca	Renuncia el 21-11-04
Director	Pablo Edwards Hurtado	Banca	Renuncia el 21-11-05
Director	Julio Luis Pereira Larraín	Otro	Renuncia el 21-11-06

Esta estrategia hace referencia al marcado liderazgo que tiene don Ricardo Claro Valdés al interior de la compañía, evitando en lo posible, que ingresen a la dirección de la compañía personas eventualmente disidentes a su línea de acción.

Por otro lado a comienzos del 2005 el grupo Angelini, a través de AntarChile salió de CSAV donde poseía el 15,4% de la propiedad accionaria. Las razones que se esgrimieron para dicha

venta fueron: por un lado la gran rentabilidad que había tenido la acción y el buen momento para vender; por otro la consideración que para el grupo Angelini CSAV no era una inversión estratégica, lo que les permite deshacerse de ella sin mayores inconvenientes.

De esta forma se aprecia que el Grupo Claro consolidó el dominio directivo de la compañía, a pesar que otros grupos económicos han intentado ingresar e influir en la dirección de la empresa.

ANÁLISIS BURSÁTIL DE VAPORES (CSAV)

Se efectuaron diferentes visiones para analizar la valoración de la empresa, dado lo cual, sugerimos que cada una por sí sola sea sólo un criterio más a considerar; y la clave o el arte de las finanzas sería “cómo lograr una conclusión de todas”.

Las áreas de estudio se pueden dividir en cuatro, que son:

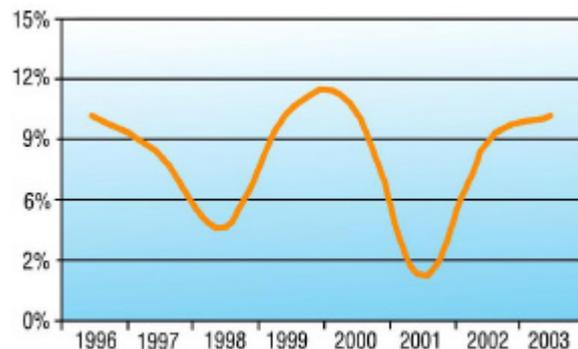
- **Visión de Ciclo de Mercado**
- **Análisis Comparativo Internacional**
- **Análisis Comparativo Mercado Chileno**
- **Análisis Técnico**

VISION DE CICLO DE MERCADO

1) Características de Demanda del Sector

- **Demanda afectada por:**
 - ✓ **Ciclos económicos de países y continentes**
 - ✓ **Apertura comercial**
 - ✓ **Efectos Climáticos (cosechas y energía)**
 - ✓ **Conflictos bélicos**
-

- **Posterior a la recesión en el 2001, se recuperó la demanda por transporte en contenedores mostrando en 2003 un crecimiento de 10,2%.**



- **Destaca fuerte crecimiento en los tráficos desde Asia a Europa y desde Asia a Norteamérica (crecimiento estimado de 15%) impulsado por demanda China.**

- **Las Importaciones de China crecieron desde 1995 a 2003 de 182 MM tons a 534 MMtons.**

- **Desde 1974 a 1994 aumentaron en 100 MM tons, luego en cuatro años crecieron otros 100 MM tons y solo el 2003 crecieron en 110 MM tons.**

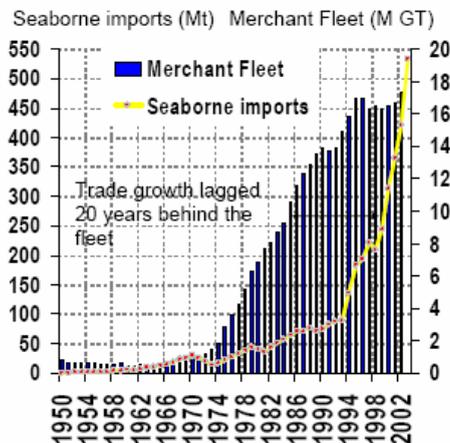


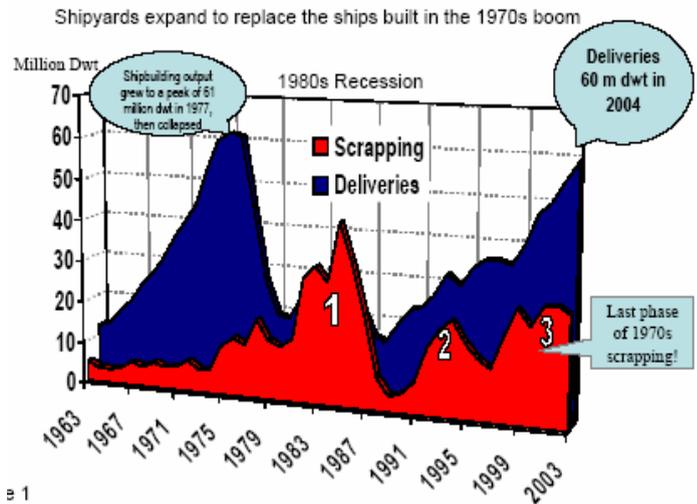
Figure 6 Growth of China's Fleet & Imports

- **Actualmente, China concentra el 19 % de las Importaciones mundiales.**

- **Alta volatilidad en tarifas de transporte, dado el rezago entre el crecimiento de la demanda y el ajuste de oferta de 2 ó 3 años (tiempo de construcción de barcos).**

2) Características de Oferta del Sector

- **Equilibrio gradual después de 20 años con sobreoferta de capacidad de barcos (se eliminó la flota de los 70).**
- **Existe mayor eficiencia en el manejo de nuevas flotas (El costo diario de operación de un barco pasa de US\$45.467/día en 1992 a US\$21.984/día en 2004).**
- **Reducciones importantes en los intereses del Capital.**
- **Luego del accidente del Prestige, las autoridades exigen doble casco a los barcos petroleros (eliminación de barcos viejos).**
- **Hoy la construcción de barcos está funcionando a plena capacidad.**
- **La construcción se mantendrá a plena capacidad hasta el 2007.**
- **Si se frena la economía de China en los próximos dos años, la Industria de fabricación de barcos se vería muy afectada.**
- **A futuro se muestra la siguiente oferta de TEUs.**



Oferta Futura de TEUs

<i>Containership Fleet ,000 Teu</i>	Year End				01-Apr-05		<i>Orderbook & Delivery Schedule</i>					
	2001	2002	2003	2004	No.	,000teu	No.	,000teu	% Fleet	2005	2006	2007+
100-499 teu	141.3	139.5	137.9	137.8	446	137.8	6	0.9	0.6%	0.4	0.5	0.0
500-999 teu	381.5	392.8	416.0	443.9	633	451.6	134	110.2	24.4%	46.2	46.3	17.7
1-1,999 teu	1,243.1	1,270.2	1,292.8	1,320.8	945	1,336.6	221	311.3	23.3%	55.6	111.1	144.7
2-2,999 teu	1,082.4	1,152.2	1,234.8	1,312.8	538	1,336.0	169	446.7	33.4%	109.6	157.8	179.3
3,000 &+ teu	1,426.6	1,612.8	1,801.7	1,975.5	522	2,023.0	272	1,157.6	57.2%	205.3	298.4	653.9
4,000 &+ teu	1,129.0	1,400.8	1,645.5	1,970.9	345	2,056.9	276	2,094.4	101.8%	313.7	676.2	1,104.5
TOTAL FLEET	5,403.8	5,968.3	6,528.6	7,161.6	3,429	7,341.9	1078	4,121.1	56.1%	730.8	1,290.3	2,100.1
TOTAL M. DWT	77.5	84.4	90.6	99.1	3,429	101.5	1078	51.6	50.8%	9.3	16.2	26.1

3) Vapores también se incorpora al Ciclo

Inversiones Comprometidas

Capacidad naviera en el 2003 de contenedores 173.000 (TEUs).

Ordenes de construcción de naves 96.000 (TEUs). (crecimiento 55%)

Programa de entrega:

- ✓ **2004 18.000 (TEUs) (crecimiento 10%)**
- ✓ **2005 15.000 (TEUs) (crecimiento 8%)**
- ✓ **2006 56.000 (TEUs) (crecimiento 27%)**
- ✓ **2007 7.000 (TEUs) (crecimiento 3%)**

4) Análisis Final

Tanto la demanda como la oferta, están ligadas a ciclos que en el pasado han sido pronunciados y que con la nueva participación de China e India podrían variar; pero este elemento sólo corresponde a expectativas.

ANALISIS COMPARATIVO INTERNACIONAL

1) Relación Bursátil Internacional

El valor de Vapores, aunque no se transa en Bolsas Internacionales, ha mantenido una estrecha relación con acciones navieras del resto del mundo, aunque las que se transan en U.S.A. son principalmente petroleras y/o graneleras. Si bien es cierto, el modelo de negocio no es comparable, es una aproximación que ayuda a crear una ilusión de “comparamos para justificar la valoración o la comparamos para explicar lo inexplicable”.

Con una muestra de acciones internacionales, comparamos la valoración de Vapores, que en octubre del 2005 alcanza un valor aproximado de MUSD1.580, con un precio/utilidad 2005 de 8 y un valor deuda/ventas de 0,6 y precio/libro de 2.

Luego las visiones serían 3, que son:

Comparación con Valoraciones Externas

ACC. (1)	P.AC	MER	P/V.P	P/UT6	P/UT5	P/TA	P/LIB	D/LIB	DEU	N.AC
ALEX	47,5	2.091	0,9	17,9	17,1	1,4	2,2	0,3	236	44
FRO	44,2	3.315	0,3	8,4	5,9	1,8	4,7	4,3	3.035	75
GMR	45,3	1.721	0,4	9,5	7,1	2,5	1,8	0,5	445	38
OSG	62,8	2.447	0,3	8,1	5,4	2,8	1,5	1,1	1.683	39
TK	45,3	3.757	0,4	11,3	7,8	1,7	1,4	1,0	2.601	83
TNP	41,2	824	0,4	7,0	6,6	2,7	1,6	0,7	370	20
		2.359	0,4	10,4	8,3	2,1	2,2			

(1) Nemotécnico de Empresas en Bolsas de EE.UU.

Podríamos concluir que Vapores tiene relaciones de P/UT similares, pero en relación a las ventas el valor es menos de la mitad.

2) Análisis de Tendencia de Márgenes

ACC.	MAR6	MAR5	MAR4	MAR3	MAR2	MAR1	UT6	UT5	UT4	UT3	UT2	UT1	VT6	VT5	VT4	VT3	VT2	VT1
ALEX	7%	8%	7%	6%	4%	10%	117	122	103	71	48	123	1.667	1.515	1.442	1.232	1.089	1.190
FRO	19%	30%	51%	37%	1%	45%	397	563	914	440	8	321	2.072	1.884	1.804	1.174	552	716
GMR	24%	35%	47%	19%	-4%	34%	181	244	295	86	-10	74	767	697	624	454	227	217
OSG	31%	51%	40%	30%	-7%	24%	301	456	285	136	-20	114	979	890	716	454	297	469
TK	14%	22%	29%	11%	7%	32%	331	480	602	175	54	333	2.417	2.197	2.058	1.576	784	1.039
TNP	35%	41%	44%	30%	40%	43%	118	126	126	69	6	51	336	305	288	230	125	118
	22%	31%	36%	22%	7%	31%	-27%	-14%	138%	1043%	-92%		10%	8%	35%	67%	-18%	

Se concluye que más que los valores absolutos del mercado, lo que se toma en consideración para valorar es la tendencia al alza de resultados y se castigan los ciclos a la baja.

3) Análisis de Expectativas por Proyección de Resultados

	Proyección 2006			Proyección 2005					P. 2004		
	07-Jul	12-May	28-Mar		07-Jul	12-May	28-Mar	04-Ene	06-Dic	31-Dic	
ALEX		2,65	2,53	2,53		2,78	2,54	2,53	2,63	2,55	2,40
FRO		5,29	5,04	4,94		7,50	8,37	8,33	9,34	11,35	12,18
GMR		4,75	4,54	4,29		6,41	6,32	6,35	6,10	6,81	7,75
OSG		7,71	6,44	5,59		11,68	10,58	10,34	7,63	7,86	7,30
TK		3,99	4,04	3,95		5,78	5,96	6,09	6,67	6,74	7,52
TNP		5,88	5,87	6,04		6,28	6,09	6,20	6,39	6,50	6,32
PROM		5,05	4,74	4,56		6,74	6,64	6,64	6,46	6,97	7,25
		6%	4%			1%	0%	3%	-7%		

Los analistas proyectan la utilidad por acción y el mercado valora o castiga por las expectativas a todo el Sector.

4) Comparación con Sectores Económicos en U.S.A. (medido por Índices)

	NEMO	P/UTIL	P/LIBRO	P/VTA	P/FC
DOW	DIA	15,9	2,6	1,1	6,3
SP500	SPY	16,1	2,5	1,5	8,4
RUS.2	IWM	17,8	2,0	1,0	7,4
TECNOL.	QQQQ	26,4	3,2	3,1	15,4
TELECOM.	IYZ	16,0	2,3	1,4	6,1
FARMACIA	PPH	17,0	4,5	4,0	--
FINANC.	XLF	12,1	1,6	2,3	5,1
INDUSTRIA	XLI	17,5	2,6	1,3	9,3
COMERCIO	RTH	17,8	4,0	1,1	--
ENERG	XLE	12,5	2,7	1,0	7,0
UTILITIES	XLU	16,5	2,0	1,3	7,9
P.DESARR	EFA	14,1	1,9	1,0	7,2
EUROPA	IEV	13,2	2,2	1,1	7,5
ALEMANIA	EWG	12,7	1,7	0,6	5,7
INGLAT.	EWU	13,0	2,3	1,2	8,4
JAPON	EWJ	16,1	1,4	0,7	5,8
P.EMERG	EEM	10,9	1,7	1,1	5,8
CHILE	IPSA	20,3	2,3	2,7	10,8
MEXICO	EWV	12,0	2,4	1,3	4,9
BRASIL	EWZ	9,0	1,2	1,0	4,0
ARGENT	MERV	21,0	4,7	2,1	--
ASIA	EWT	13,6	1,8	1,1	5,4
KOREA	EWY	9,4	1,2	0,5	3,0
CHINA (H.K.)	EWK	16,8	1,7	3,5	12,7
INDIA	IFN	28,0	6,8	5,3	--
EUR. ESTE	TRF	13,0	3,9	2,7	--

Se observa que la valoración de Vapores es notablemente más baja que todos los sectores, por lo cual, la explicación sería lo pronunciado que han sido los ciclos en el pasado, y la gran duda y/o oportunidad sería que con el nuevo modelo del comercio internacional - con una alta

participación de Asia - y en que los grados de producción y consumo están tan distanciados, los ciclos no sean tan pronunciados y este sector tenga una mejor valoración.

ANALISIS COMPARATIVO MERCADO CHILENO

1) Análisis de Resultados y Expectativas

US	2005	4T05	3T05	2T05	1T05	2004	4T04	3T04	2T04	1T04	2003	4T03	3T03	2T03
Resultado De Explotación	245.831	62.261	62.177	60.580	60.813	145.352	57.950	53.594	26.923	6.898	66.531	18304	15.752	20.994
Margen De Explotación	562.858	142.311	142.119	146.952	131.474	400.717	152.497	103.093	86.162	58.958	272.663	77.229	69.021	67.005
Ingresos de explotación	3.599.402	889.441	888.244	884.397	937.320	2.685.886	741.201	740.203	693.078	511.400	2.135.538	577.926	510.524	540.907
Costos de explotación	-3.036.546	-747.131	-746.125	-737.445	-805.846	-2.285.169	-588.704	-637.104	-606.916	-452.445	-1.862.876	-500.697	-441.504	-473.902
Gastos de administración y ventas	-317.025	-80.050	-79.942	-86.372	-70.661	-255.368	-94.547	-49.515	-59.238	-52.064	-206.132	-68.725	-53.268	-46.011
Resultado Fuera De Explotación	1.536	3.000	0	-5.303	3.839	83.551	54.358	-13.798	28.990	14.000	15.048	2.182	-48	4.042
Ingresos financieros	17.244	4.000	4.000	5.444	3.800	11.542	4.267	2.443	3.297	1.538	10.468	1.025	3.058	3.847
Utilidad inversiones empresas relacionadas	30.994	8.000	8.000	7.893	7.101	55.621	4.728	12.380	20.034	18.475	42.340	11.990	8.360	10.234
Otros ingresos fuera de la explotación	15.808	3.000	3.000	3.678	6.130	78.858	56.744	3.020	17.514	1.581	3.714	1.566	436	167
Pérdida inversión empresas relacionadas	-646			-464	-182	-193	21	120	-6	-328	-1.657	-489	-111	-724
Amortización menor valor de inversiones	-503			-252	-251	-2.580	-661	-1.171	-374	-374	-1.558	-368	-364	-471
Gastos financieros	-27.076	-7.000	-7.000	-7.264	-5.812	-30.380	-10.767	-5.045	-7.072	-7.498	-28.723	-9.428	-6.602	-6.208
Otros egresos fuera de la explotación	-19.556	-5.000	-5.000	-7.372	-2.184	-32.747	-6.320	-22.758	-2.457	-1.215	-6.936	-2.521	-148	-3.234
Corrección monetaria	-13			-756	743	241	122	46	-43	118	452	341	-2	64
Diferencias de cambio	-14.716		-3.000	-6.210	-5.506	3.188	6.224	-2.836	-1.903	1.703	-3.051	463	-4.675	367
Result. antes Impto Renta e Item Extr.	247.357	65.261	62.177	55.277	64.652	228.900	112.300	39.789	55.913	20.899	81.579	20.699	15.704	25.038
Impuesto A La Renta	-19.568	-4.000	-4.000	-6.137	-5.428	-14.882	-5.584	-4.318	-3.412	-1.568	-6.420	-3.293	-1.176	-668
Items Extraordinarios	0			0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Utilidad (Pérdida) Antes De Interes Minoritario	108.364			49.140	59.224	214.022	106.725	35.468	52.501	19.327	75.158	17.399	14.528	24.467
Interes Minoritario	-17.447	-4.000	-4.000	-4.471	-4.976	-8.346	-4.057	-2.899	-1.853	461	-4.291	658	86	-2.328
Utilidad (Pérdida) Líquida	98.917			44.669	54.248	205.676	102.668	32.569	50.648	19.788	70.868	16.737	14.614	22.141
Amortización mayor valor de inversiones	293			146	147	1.451	376	379	342	354	1.456	429	363	340
Utilidad (Pérdida) Del Ejercicio	210.648	57.261	54.177	44.815	54.395	207.124	103.044	32.948	50.990	20.142	72.323	17.166	14.977	22.481
Utilidad por Acción	154,6	42,0	39,8	32,9	39,9	152,0	75,6	24,2	37,4	14,1	53,1	12,6	11,0	16,5
CRECIMIENTO ANUAL	34%	20%	20%	28%	83%	26%	28%	45%	28%	1%	27%	36%	27%	32%
CTO.EXP./ING. EXP.	-84%	-84%	-84%	-83%	-86%	-85%	-79%	-86%	-88%	-88%	-87%	-87%	-86%	-88%
GTO.ADM./ING.EXP.	-9%	-9%	-9%	-10%	-8%	-10%	-13%	-7%	-9%	-10%	-10%	-10%	-10%	-9%
DEPRECIACION	26.760	7.000	7.000	6.963	5.777	33.807	9.281	7.849	7.861	8.816	35.394	7.788	11.693	8.203
EBITDA	272.591	69.261	69.177	67.583	66.590	179.159	67.231	61.433	34.784	15.711	101.915	26.293	27.445	29.203
EBITDA POR ACCION	200,0	50,8	50,8	49,6	48,5	131,5	49,3	45,1	25,5	11,5	74,8	19,3	20,1	21,4
Flujo Neto Originado por Operación	0	0	-147	38	109	228	132	-19	92	21	60	56	-38	35
Flujo Neto Originado por Financiamiento	0	0	40	-37	-3	-66	-15	-22	-16	-13	38	-79	151	-35
Flujo Neto Originado por Inversión	0	0	-19	22	-7	180	180	65	-30	-35	-113	26	-99	-25
Flujo Neto Total	0	0	-122	23	99	340	297	24	46	-27	-15	3	14	-25
				260	314		226	150	131	74				
				-77	-56		-66	-130	43	24				
				260	209		180	26	-138	-133				

Los resultados positivos que obtuvo Vapores en el 4to trimestre del 2004 y que publicó a fines del 1er trimestre del 2005, es una muestra de que “los resultados además de ser buenos, tienen que parecerlo”, ya que esto nubla los resultados del 2004, destacándose que la empresa obtuvo resultados que no se repetirían y no se vio todo lo bueno en la gestión de la empresa. Lo mismo se puede señalar en relación al Plan de Inversiones por MUS1.000 lanzados en adquisición de naves, ya que en vez de valorar la eficiencia que se lograría con

barcos propios de mayor tamaño, se potenció el riesgo que involucra pasar de una flota arrendada a una propia en esta etapa del ciclo del sector.

2) Comparación Valoración con Cartera Chilena

INDICES	P/U7	P/U6	P/U5	P+D/V5	P+D/EB5	P/LIB
SERVICIO	14,4	17,4	21,2	3,7	9,6	2,0
INDUSTRIA	14,1	16,2	18,1	2,1	10,3	1,8
COMERCIO	13,5	15,3	15,8	1,9	11,5	2,8
GENERAL	14,0	16,3	18,4	2,6	10,5	2,2
Vapores	7,4	8,2	7,5	0,5	6,2	2,0

MARGEN	MAR7	MAR6	MAR5	MAR4	MAR3	MAR2	MAR1
SERVICIO	13,9%	12,8%	11,7%	14,1%	14,8%	13,1%	10,6%
INDUSTRIA	11,9%	11,5%	11,4%	10,2%	6,4%	7,3%	8,7%
COMERCIO	9,3%	9,1%	8,5%	8,0%	5,4%	4,1%	7,0%
GENERAL	11,7%	11,1%	10,5%	10,6%	8,8%	8,1%	8,7%
Vapores	5,0%	5,0%	6,0%	8,0%	3,0%	2,0%	2,0%

CREC.UTIL.	V.UT.7	V.UT.6	V.UT.5	V.UT.4	V.UT.3	V.UT.2
SERVICIO	28%	38%	11%	4%	104%	25%
INDUSTRIA	14%	8%	7%	52%	4%	3%
COMERCIO	13%	17%	32%	50%	38%	2%
GENERAL	18%	19%	15%	35%	35%	7%
Vapores	11%	-9%	2%	186%	97%	41%

CREC.VTA	V.VT.7	V.VT.6	V.VT.5	V.VT.4	V.VT.3	V.VT.2
SERVICIO	10%	10%	10%	8%	-1%	-5%
INDUSTRIA	10%	11%	19%	19%	9%	2%
COMERCIO	10%	14%	39%	28%	26%	3%
GENERAL	10%	12%	24%	18%	10%	0%
Vapores	10%	14%	34%	26%	27%	-3%

Con esto, se crea una paradoja, ya que es raro que Vapores tenga el mejor crecimiento en ventas y utilidad y los menores niveles de valoración, lo cual crea la siguiente duda:

- **existe un castigo muy fuerte por la volatilidad de los ciclos, o**

- el mercado no valora lo que ha alcanzado la empresa.

3) Análisis de Rentabilidad sobre Activos y Patrimonio entre Vapores en el Mercado

SER + HOL	TOT.ACT.	UTS/ACT.	TOT.PAT.	UTS/PAT.	TOT.DEU.	DEU.NET.	N.ACC	MER	% 12 MAY.	FLOAT
Aguas	1.356	10%	660	21%	696	647	6.119	2.096	94%	136
Banmedica	484	10%	152	32%	320	194	804	642	79%	136
CGE	3.119	5%	762	19%	1.918	1.641	346	1.808	53%	843
Colbun	1.961	3%	1.256	5%	704	578	9.680	1.434	67%	480
CTC-A	3.183	3%	1.685	6%	1.495	1.102	957	2.455	77%	575
Edelnor (US)	638	0%	368	0%	269	234	456	338	94%	20
Endesa	9.752	2%	2.942	5%	4.866	4.434	8.202	8.232	80%	1.666
Enerasis	19.792	0%	4.821	1%	9.257	7.418	32.651	7.229	85%	1.073
Entel	2.099	6%	857	14%	1.237	868	237	2.142	80%	425
Esval	815	4%	398	9%	417	386	3.741	520	87%	66
Gasco	1.530	3%	402	13%	880	763	168	871	76%	213
Gener	2.708	2%	1.540	3%	1.155	967	6.387	1.127	99%	9

INDUSTR	TOT.ACT.	UTS/ACT.	TOT.PAT.	UTS/PAT.	TOT.DEU.	DEU.NET.	N.ACC	MER	% 12 MAY.	FLOAT
Cap (US)	1.186	20%	636	37%	549	264	149	1.947	60%	773
Cementos	823	6%	386	13%	417	238	264	656	82%	119
CMPC	5.880	5%	4.147	7%	1.619	671	200	5.407	65%	1.888
Concha Toro	585	8%	293	17%	291	79	718	1.091	63%	406
Copec	9.474	7%	5.720	12%	3.629	1.954	1.300	11.434	74%	2.919
Cristales	897	5%	475	9%	345	68	64	741	76%	180
Iansa	525	1%	319	2%	195	5	2.667	241	73%	66
Inforsa	670	6%	634	7%	36	-60	2.225	552	90%	56
Madeco	679	4%	318	8%	341	120	4.441	403	75%	102
Masisa (US)	1.846	3%	989	6%	758	429	5.049	1.173	77%	271
San Pedro	270	3%	150	5%	120	20	21.636	225	80%	44
SQM-B (US)	1.456	8%	954	13%	471	21	263	3.119	72%	862

COMERC	TOT.ACT.	UTS/ACT.	TOT.PAT.	UTS/PAT.	TOT.DEU.	DEU.NET.	N.ACC	MER	% 12 MAY.	FLOAT
Andina-B	1.030	12%	476	26%	553	397	760	1.928	75%	491
Cencosud	4.274	4%	1.942	9%	2.187	1.473	1.792	3.767	83%	634
Cervezas	1.134	8%	566	17%	491	209	319	1.583	82%	282
D&S	1.941	4%	897	9%	1.044	546	6.520	2.270	76%	546
Falabella	3.737	8%	1.888	16%	1.820	556	2.388	5.970	60%	2.408
Fasa	533	-1%	108	-4%	381	194	150	344	71%	100
La Polar	310	14%	141	31%	169	13	207	576	60%	231
Lan (US)	1.934	6%	500	25%	1.429	1.016	319	2.020	90%	211
P.Arauco	483	4%	253	8%	230	185	460	320	58%	135
Ripley	1.294	4%	527	10%	767	255	1.530	1.380	91%	124
Vapor (US)	1.732	12%	799	26%	908	113	736	1.577	66%	532
Watts-B	348	4%	152	10%	196	95	319	224	88%	26

Se observa que la Rentabilidad de Vapores para el 2005 sobre Activos y Patrimonio, está entre las 3 más altas del mercado, siendo Cap la más alta debido a que es una empresa de commodities que está en el peak de su precio. La situación pareciera explicarse por que Vapores no se ha logrado valorar por los servicios de valor agregado que presta y su mayor eficiencia, en cambio se le liga más al comportamiento de una empresa de commodity, ya que su valor está correlacionado al momento del ciclo en que se encuentra el precio.

ANALISIS TECNICO

1) Relación Precio de la Acción con Utilidades Trimestrales

Utilidad por acción trimestral del 2001 al 2005:

	2005	4T05	3T05	2T05	1T05	2004	4T04	3T04	2T04	1T04	2003	4T03	3T03	2T03	1T03	4T02	3T02	2T02	1T02	4T01	3T01	2T01	1T01
Vapor (US)	150,8	40,1	37,9	32,9	39,9	152,0	75,6	24,2	37,4	14,8	53,1	12,6	11,0	16,5	13,0	17,4	10,1	5,8	-6,3	-7,0	9,5	11,5	5,2

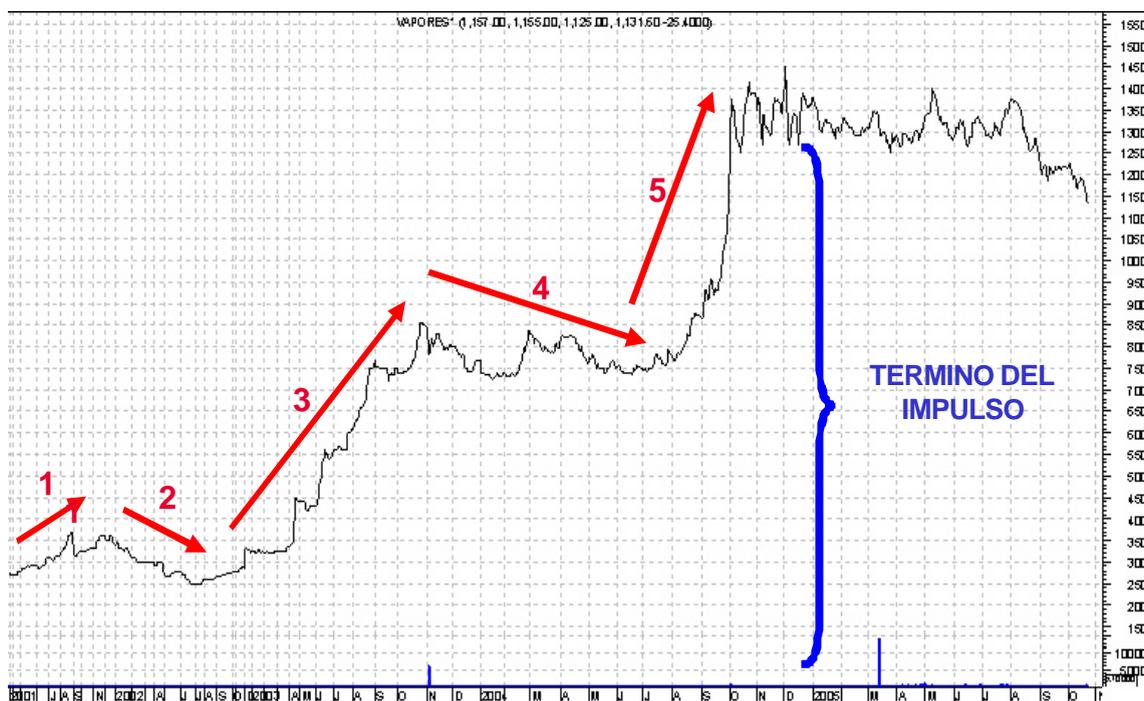


Precio Cierre 2001 a Octubre 2005

Para el tiempo y el mercado, se sigue manifestando la famosa frase “qué bueno es lo malo” y “qué malo es lo bueno”, ya que el alza se produjo sólo con las expectativas de cambio de malos a buenos resultados, y una vez que se conocieron, el mercado no valoró más la acción.

2) Reglas de Pausa de Impulso

Gráfico Precio Cierre 2001 a Octubre 2005



Las reglas esenciales de construcción de las pautas de impulso son:

- Tienen que estar presente cinco tramos o segmentos.
- Tres de estos cinco segmentos tienen que empujar en el mismo sentido, ascendente o descendente.
- Inmediatamente después del primer tramo, se debería producir un movimiento de menor tamaño en la dirección opuesta. Esta es la segunda onda. Esta segunda onda, nunca puede corregir todo el camino recorrido por la primera.

-
- **El tercero de los tramos tiene que ser más largo que el segundo.**
 - **Inmediatamente después del tercer tramo, se deberá producir un movimiento de menor tamaño en el sentido opuesto al del tercer tramo. Este es el cuarto. El cuarto tramo, no puede nunca efectuar una corrección equivalente a la totalidad del tercer tramo.**
 - **El quinto tramo casi siempre será más largo que el cuarto, bastaría con que su recorrido en precio fuera el 38,2% del recorrido en precio de la onda 4.**
 - **Cuando las distancias en vertical recorridas por el primero, tercero y quinto tramo son medidas y comparadas, la tercera no tiene que ser necesariamente la más larga, ahora bien, nunca puede ser la más corta.**

**** Si la acción del mercado no cumple todas y cada una de estas reglas que hemos denominado como elementales, se debe concluir que la pauta no es de impulso. Y por defecto, deberíamos entender que es una pauta correctiva.**

3) Triple Techo – Formación de Agotamiento



Tratamos de buscar un “climax” comprador, lo que solemos denominar la capitulación final.

Este punto marca el final de importantes tendencias.

Supongamos que el mercado se encuentra en una fuerte tendencia alcista, este método nos dice que esta tendencia concluirá muy probablemente el día en el que se den las siguientes condiciones:

- **Un brusco movimiento al alza con un volumen extraordinariamente elevado (por la capitulación de los inversores que han estado fuera del mercado durante toda la subida y finalmente deciden comprar para no perderse una evidente tendencia alcista).**
- **Un espacio al alza en la apertura de ese mismo día (un espacio al alza se produce cuando el precio de apertura de un día, es superior al máximo del día anterior).**
- **Y un precio de cierre, cercano a los mínimos de ese día.**

4) Después del Climax el Tiempo lo Confirma



Análisis de Tiempo Comparativo

En caso de que la duración del retroceso [B] (planas o triángulos) excediera del 2,618 del tiempo empleado por el tramo al alza [A] previo, deberíamos entonces considerar como escenario más probable, que el movimiento al alza se ha agotado y que el mercado va a volver de nuevo a la zona de mínimos (al origen del tramo al alza).

Regla de los Cuatro Meses [C]

La regla de los cuatro meses indica que: si un mercado no ha conseguido durante cuatro meses consecutivos alcanzar un nuevo máximo, probablemente experimentará un severo retroceso.

ANEXOS

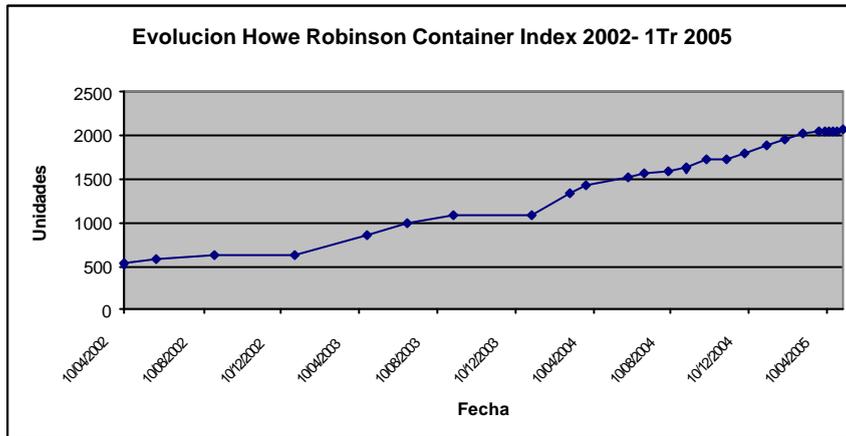
Anexo N° 1: Participación de mercado

Lugar	Operador	TEU	Buques	Market Share
1	Maersk-SL + Safmarine	1,051,350	391	12.40%
2	Mediterranean Shg Co	687,621	257	8.10%
3	P & O Nedlloyd	464,769	160	5.50%
4	Evergreen Group	442,962	151	5.20%
5	CMA-CGM Group	411,723	184	4.80%
6	APL	316,389	100	3.80%
7	COSCO Container L.	299,452	120	3.50%
8	CSCL	298,589	113	3.50%
9	Hanjin / Senator	294,532	78	3.50%
10	NYK	287,250	108	3.40%
11	OOCL	239,274	69	2.80%
12	CSAV Group	215,336	82	2.60%
13	K Line	213,266	73	2.50%
14	Hapag-Lloyd Group	212,890	55	2.50%
15	Zim	211,107	93	2.50%
% ACUMULADO				66.60%

Fuente: www.alphaliner.com

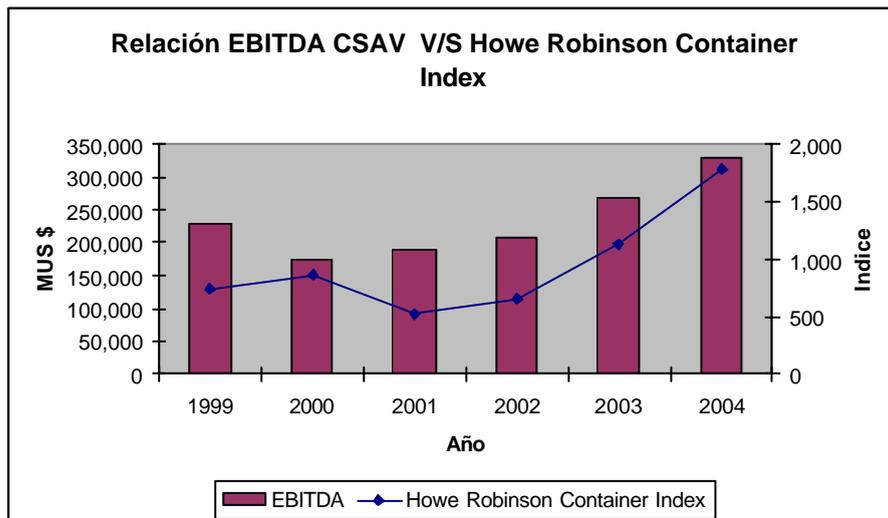
Anexo N° 2: Evolución indicador Howe Robinson

Con la finalidad de esquematizar el alza de los precios en los fletes, se presenta el indicador Howe Robinson Container Index, este se calcula sobre la base de la capacidad de TEUs por buque y es un buen indicador de precios.



Fuente: El autor a partir de información obtenida de www.lloydlist.com

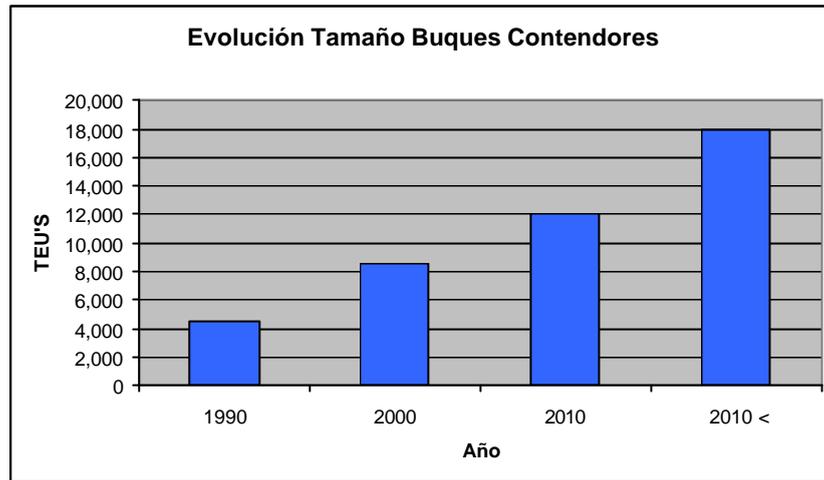
Relación EBITDA CSAV v/s Howe Robinson Container index



Fuente: El autor en base a memorias de la empresa y a información obtenida en

www.lloydslist.com

Anexo N° 3: “Evolución Tamaño de Buques Contenedores”



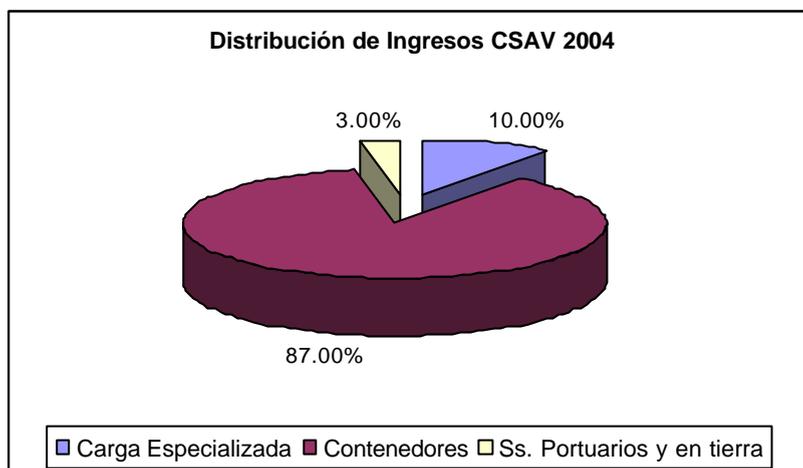
Fuente: Global Strategy in the Maritime Sector, Alfred J Baird, Septiembre 2003

Anexo N° 4: Alianzas de Navieras

NOMBRE ALIANZA	COMPAÑÍAS INTEGRANTES
Grand Alliance	Hapag Lloyd
	NYK
	OOCL
	P&O Nedlloyd
	MISC
New World Alliance	APL
	Hyundai
	MOL
CKYH Alliance	Cosco
	K-Line
	Yang Ming
	Hanjin

Fuente: Fitch Ratings , Junio 2005

Anexo N° 5: Distribución de ingresos de CSAV 2004



Fuente: Fitch Ratings, Junio 2005

Anexo N° 6 Estados de resultados CSAV 1999-2004

ESTADOS DE RESULTADOS

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
	MUS\$	MUS\$	MUS\$	MUS\$	MUS\$	MUS\$
Ingreso de explotación	1,079,760	1,743,761	1,735,112	1,674,948	2,135,539	2,685,886
Costos de explotación	-938,126	-1,515,945	-1,556,897	-1,430,898	-1,862,876	-2,285,169
Marqen de explotación	141,634	227,816	178,215	244,050	272,663	400,717
Gastos de administración y ventas	-105,772	-186,712	-159,121	-209,359	-206,132	-255,365
Resultado de explotación	35,862	41,104	19,094	34,691	66,531	145,352
Ingresos financieros	10,882	11,764	13,681	9,702	10,465	11,542
Utilidad inversiones empresas relacionadas	7,848	16,086	24,040	28,851	42,340	55,621
Otros ingresos fuera de explotación	17,338	17,675	17,400	11,791	3,714	78,859
Pérdida por inversión en empresas relacionadas	-6,623	-446	-120	-285	-1,657	-193
Amortización menor valor de inversiones	-1,662	-1,450	-1,471	-1,382	-1,556	-2,580
Gastos financieros	-16,559	-28,035	-23,600	-27,303	-28,723	-30,380
Otros egresos fuera de la explotación	-12,556	-9,522	-11,047	-7,123	-6,936	-32,747
Corrección monetria	918	769	538	380	452	241
Diferencias de cambio		50	-2,606	1,891	-3,051	3,188
Resultado fuera de explotación	-414	6,891	16,815	16,522	15,048	83,551
Resultado antes del impuesto a la renta e ítems extraordinarios	35,448	47,995	35,909	51,213	81,579	228,903
Impuesto a la renta	-4,639	-496	-5,792	-7,147	-6,420	-14,882
Utilidad (pérdida) antes de ínteres minoritario	30,809	47,499	30,117	44,066	75,159	214,021
Ínteres minoritario	73	-4,858	-4,713	-8,568	-4,291	-8,348
Utilidad (pérdida) líquida	30,882	42,641	25,404	35,498	70,868	205,673
Amortización mayor valor de inversiones	58	442	677	1,280	1,455	1,451
Utilidad (Pérdida) del Ejercicio	30,940	43,083	26,081	36,778	72,323	207,124

Fuente: Memorias de Compañía Sudamericana de Vapores 2002, 2003, 2004

Anexo N° 7: Estructura de los activos de CSAV y sus filiales 1999-2004

	Año					
	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Activo Fijo	49.52%	39.77%	36.51%	33.62%	32.52%	19.32%
Activo Circulante	50.48%	60.23%	63.49%	66.38%	67.48%	80.68%

Fuente: El autor en base a las memorias de la compañía

Anexo N° 8: Joint Service realizados por CSAV

Compañías Aliadas	Servicio
KHL	Super Good Hope Express Service
NYK	
Ivaran Lines	Norte de Europa y Sudamerica.
ContShip	
Hapag-Loyd	EUROSAL
CMA-CGM	
HSDG	
PONL	

Fuente: El autor en base a información recopilada

Anexo N° 9: Directorio de CSAV a Diciembre 2004

INTEGRANTES DIRECTORIO CSAV		
Cargo	Nombre	Grupo
Presidente	Ricardo Claro Valdés	Claro
Vicepresidente	Felipe Lamarca Claro	Angelini
Director	Luis Alvarez Marín	Independiente
Director	Baltazar Sánchez Guzmán	Claro
Director	Christoph Schiess Schmitz	Independiente
Director	Patricio Valdés Pérez	Angelini
Director	Joaquín Barros Fontaine	Claro
Director	Juan Andrés Camus Camus	Independiente
Director	Arturo Claro Fernández	Claro
Director	Jaime Claro Valdés	Claro
Director	Patricio García Domínguez	Claro

Fuente: Memoria 2004, Compañía Sudamericana de Vapores.

Centro de Gestión (CEGES)
Departamento de Ingeniería Industrial
Universidad de Chile

Serie Gestión

Nota : Copias individuales pueden pedirse a ceges@dii.uchile.cl

Note : Working papers are available to be request with ceges@dii.uchile.cl

2001

29. **Modelos de Negocios en Internet (Versión Preliminar)**
Oscar Barros V.
30. **Sociotecnología: Construcción de Capital Social para el Tercer Milenio**
Carlos Vignolo E.
31. **Capital Social, Cultura Organizativa y Transversalidad en la Gestión Pública**
Koldo Echebarria Ariznabarreta
32. **Reforma del Estado, Modernización de la Gestión Pública y Construcción de Capital Social: El Caso Chileno (1994-2000)**
Álvaro V. Ramírez Alujas
33. **Volver a los 17: Los Desafíos de la Gestión Política (Liderazgo, Capital Social y Creación de Valor Público: Conjeturas desde Chile)**
Sergio Spoerer H.

2002

34. **Componentes de Lógica del Negocio desarrollados a partir de Patrones de Procesos**
Oscar Barros V.
35. **Modelo de Diseño y Ejecución de Estrategias de Negocios**
Enrique Jofré R.
36. **The Derivatives Markets in Latin America with an emphasis on Chile**
Viviana Fernández
37. **How sensitive is volatility to exchange rate regimes?**
Viviana Fernández
38. **Gobierno Corporativo en Chile después de la Ley de Opas**
Teodoro Wigodslá S. y Franco Zúñiga G.
39. **Desencadenando la Innovación en la Era de la Información y el Vértigo Nihilista**
Carlos Vignolo
40. **La Formación de Directivos como Expansión de la Conciencia de Si**
Carlos Vignolo
41. **Segmenting shoppers according to their basket composition: implications for Cross-Category Management**
Máximo Bosch y Andrés Misalem
42. **Contra la Pobreza: Expresividad Social y Ética Pública**
Sergio Spoerer
43. **Negative Liquidity Premia and the Shape of the Term Structure of Interest Rates**
Viviana Fernández

2003

44. **Evaluación de Prácticas de Gestión en la Cadena de Valor de Empresas Chilenas**
Oscar Barros, Samuel Varas y Richard Weber
 45. **Estado e Impacto de las TIC en Empresas Chilenas**
Oscar Barros, Samuel Varas y Antonio Holgado
 46. **Estudio de los Efectos de la Introducción de un Producto de Marca Propia en una Cadena de Retail**
Máximo Bosch, Ricardo Montoya y Rodrigo Inostroza
 47. **Extreme Value Theory and Value at Risk**
Viviana Fernández
 48. **Evaluación Multicriterio: aplicaciones para la Formulación de Proyectos de Infraestructura Deportiva**
Sara Arancibia, Eduardo Contreras, Sergio Mella, Pablo Torres y Ignacio Villablanca
 49. **Los Productos Derivados en Chile y su Mecánica**
Luis Morales y Viviana Fernández
-

-
50. **El Desarrollo como un Proceso Conversacional de Construcción de Capital Social: Marco Teórico, una Propuesta Sociotecnológica y un Caso de Aplicación en la Región de Aysén**
Carlos Vignolo F., Christian Potoczniak C. y Alvaro Ramírez A.
 51. **Extreme value theory: Value at risk and returns dependence around the world**
Viviana Fernández
 52. **Parallel Replacement under Multifactor Productivity**
Máximo Bosch y Samuel Varas
 53. **Extremal Dependence in Exchange Rate Markets**
Viviana Fernández
 54. **Incertidumbre y Mecanismo Regulatorio Óptimo en los Servicios Básicos Chilenos**
Eduardo Contreras y Eduardo Saavedra

2004

55. **The Credit Channel in an Emerging Economy**
Viviana Fernández
56. **Frameworks Derived from Business Process Patterns**
Oscar Barros y Samuel Varas
57. **The Capm and Value at Risk at Different Time Scales**
Viviana Fernández
58. **La Formación de Líderes Innovadores como Expansión de la Conciencia de Sí: El Caso del Diplomado en Habilidades Directivas en la Región del Bío-Bío – Chile**
Carlos Vignolo, Sergio Spoerer, Claudia Anratia y Sebastián Depolo
59. **Análisis Estratégico de la Industria Bancaria Chilena**
Teodoro Wigodski S. y Carla Torres de la Maza
60. **A Novel Approach to Joint Business and System Design**
Oscar Barros
61. **Los deberes del director de empresas y principales ejecutivos Administración de crisis: navegando en medio de la tormenta.**
Teodoro Wigodski
62. **No más VAN: el Value at Risk (VaR) del VAN, una nueva metodología para análisis de riesgo**
Eduardo Contreras y José Miguel Cruz
63. **Nuevas perspectivas en la formación de directivos: habilidades, tecnología y aprendizaje**
Sergio Spoerer H. y Carlos Vignolo F.
64. **Time-Scale Decomposition of Price Transmission in International Markets**
Viviana Fernández
65. **Business Process Patterns and Frameworks: Reusing Knowledge in Process Innovation**
Oscar Barros
66. **Análisis de Desempeño de las Categorías en un Supermercado Usando Data Envelopment Analysis**
Máximo Bosch P., Marcel Goic F. y Pablo Bustos S.
67. **Risk Management in the Chilean Financial Market The VaR Revolution**
José Miguel Cruz

2005

68. **Externalizando el Diseño del Servicio Turístico en los Clientes: Teoría y un Caso en Chile**
Carlos Vignolo Friz, Esteban Zárate Rojas, Andrea Martínez Rivera, Sergio Celis Guzmán y Carlos Ramírez Correa
 69. **La Medición de Faltantes en Gondola**
Máximo Bosch, Rafael Hilger y Ariel Schillkrut
 70. **Diseño de un Instrumento de Estimación de Impacto para Eventos Auspiciados por una Empresa Periodística**
Máximo Bosch P., Marcel Goic F. y Macarena Jara D.
 71. **Programa de Formación en Ética para Gerentes y Directivos del Siglo XXI: Análisis de las Mejores Prácticas Educativas**
Yuli Hincapié y Teodoro Wigodski
 72. **Adjustment of the WACC with Subsidized Debt in the Presence of Corporate Taxes: the N-Period Case**
Ignacio Vélez-Pareja, Joseph Tham y Viviana Fernández
 73. **Aplicación de Algoritmos Genéticos para el Mejoramiento del Proceso de Programación del Rodaje en la Industria del Cine Independiente**
Marcel Goic F. y Carlos Caballero V.
-

-
74. **Seguro de Responsabilidad de Directores y Ejecutivos para el Buen Gobierno Corporativo**
Teodoro Wigodski y Héctor H. Gaitán Peña
 75. **Creatividad e Intuición: Interpretación desde el Mundo Empresarial**
Teodoro Wigodski
 76. **La Reforma del Estado en Chile 1990-2005. Balance y Propuestas de Futuro**
Mario Waissbluth
 77. **La Tasa Social de Descuento en Chile**
Fernando Cartes, Eduardo Contreras y José Miguel Cruz
 78. **Assessing an Active Induction and Teaming Up Program at the University of Chile**
Patricio Poblete, Carlos Vignolo, Sergio Celis, William Young y Carlos Albornoz

2006

79. **Marco Institucional y trabas al Financiamiento a la Exploración y Mediana Minería en Chile**
Eduardo Contreras y Christian Moscoso
80. **Modelo de Pronóstico de Ventas.**
Viviana Fernández
81. **La Ingeniería de Negocios y Enterprise Architecture**
Óscar Barros V.
82. **El Valor Estratégico de la innovación en los Procesos de Negocios**
Óscar Barros V.
83. **Strategic Management of Clusters: The Case of the Chilean Salmon Industry**
Carlos Vignolo F., Gastón Held B., Juan Pablo Zanlungo M.
84. **Continuous Innovation Model for an Introductory Course to Industrial Engineering**
Carlos Vignolo, Sergio Celis, Ana Miriam Ramírez
85. **Bolsa de Productos y Bolsa Agrícola en Chile: un análisis desde la teoría de carteras**
Eduardo Contreras, Sebastián Salinas

2007

86. **Arquitectura Y Diseño De Procesos De Negocios**
Óscar Barros V.
87. **Personalizando la Atención del Cliente Digital**
Juan Velásquez S.
88. **¿En el país de las maravillas?: equipos de alta gerencia y cultura empresarial**
Sergio Spoerer
89. **Responsabilidad Social Empresarial: El Caso De Forestal Mininco S.A. y Comunidades Mapuches**
Teodoro Wigodski
90. **Business Processes Architecture And Design**
Óscar Barros V.
91. **Gestión Estratégica: Síntesis Integradora y Dilemas Abiertos**
Teodoro Wigodski
92. **Evaluación Multicriterio para Programas y Proyectos Públicos**
Eduardo Contreras, Juan Francisco Pacheco
93. **Gestión De Crisis: Nuevas Capacidades Para Un Mundo Complejo.**
Teodoro Wigodski
94. **Tres Años Del Sistema De Alta Dirección Pública En Chile: Balance Y Perspectivas**
Rossana Costa y Mario Waissbluth
95. **Ética En Las Organizaciones De Asistencia Sanitaria**
Teodoro Wigodski

2008

96. **Caso Chispas: Lealtad debida en el directorio de una sociedad**
Teodoro Wigodski
 97. **Caso Falabella – Almacenes París: Profesionalización de la Empresa Familiar**
Teodoro Wigodski
 98. **Evaluación de inversiones bajo incertidumbre: teoría y aplicaciones a proyectos en Chile.**
Eduardo Contreras
 99. **Sistemas Complejos Y Gestión Publica**
Mario Waissbluth
-

-
- 100. Ingeniería de Negocios: Diseño Integrado de Negocios, Procesos y Aplicaciones TI. Primera Parte**
Oscar Barros
- 101. Ingeniería de Negocios: Diseño Integrado de Negocios, Procesos y Aplicaciones TI. Segunda Parte**
Oscar Barros
- 102. Compañía Sudamericana de Vapores (CSAV): Una empresa chilena globalizada**
Teodoro Wigodski
-