

ANÁLISIS RAZONADO

En base a los Estados Financieros Consolidados
al 31 de Diciembre de 2015

COMPAÑÍA SUD AMERICANA DE VAPORES S.A. Y SUBSIDIARIAS



INDICE DE CONTENIDO

1. Análisis de la Situación Financiera	2
a) Estado de Situación Financiera	2
b) Estado de Resultados	5
c) Resultado Operacional por Segmento	8
2. Diferencia entre valores Económicos y Libro de los Activos	10
3. Situación de Mercado	11
a) Segmento Portacontenedores	11
b) Segmento Otros Servicios de Transporte	13
4. Análisis del Flujo de Efectivo	15
5. Análisis de los Riesgos de Mercado	16
6. Índices Financieros	18
a) Índice de Liquidez	18
b) Índice de Endeudamiento	18
c) Índice de Rentabilidad	19
d) Índice de Actividad	20

1. Análisis de la Situación Financiera

a) Estado de Situación Financiera

Los principales rubros de activos y pasivos al cierre de cada período son los siguientes:

ACTIVOS	31 de diciembre de 2015	31 de diciembre de 2014
	MM US\$	MM US\$
Activos corrientes	80,2	93,9
Activos no corrientes	2.145,5	2.116,7
Total activos	2.225,7	2.210,6

PASIVOS Y PATRIMONIO	31 de diciembre de 2015	31 de diciembre de 2014
	MM US\$	MM US\$
Pasivos corrientes totales	61,3	266,6
Pasivos no corrientes	113,5	44,2
Patrimonio controladora	2.042,4	1.890,0
Patrimonio no controladora	8,5	9,8
Total pasivos y patrimonio	2.225,7	2.210,6

Al 31 de diciembre de 2015, los activos totales aumentaron en MMUS\$ 15,1 con respecto a los existentes al 31 de diciembre de 2014. Esta variación se explica por un aumento de MMUS\$ 28,8 en los activos no corrientes compensado por una disminución de MMUS\$ 13,7 en los activos corrientes.

El aumento de MMUS\$ 28,8 en los activos no corrientes se explica mayoritariamente por el aumento de MMUS\$ 27,4 en inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación. Este cambio se explica principalmente por el aumento en la inversión en Hapag-Lloyd AG (en adelante HLAG) por US\$ 29,7 millones realizado durante el IPO de esta compañía en los mercados de valores en Alemania y que fue parcialmente compensada por el efecto de la pérdida por dilución, neta de la participación en los resultados de este negocio conjunto.

El 6 de noviembre de 2015 HLAG realizó su apertura en bolsa a través de la colocación de acciones en Alemania y recaudó un monto cercano a los MMUS\$ 287 (MMEUR\$ 265). Este IPO estaba dirigido principalmente al mercado, sin embargo, y con el fin de apoyar dicha apertura en bolsa y reflejar el compromiso de la Compañía con HLAG, CSAV concurrió a dicho aumento de capital suscribiendo 1.366.991 nuevas acciones de HLAG (equivalentes a MMEUR\$ 27,3 o a

MMUS\$ 29,7), correspondientes al 10,33% de las acciones de primera emisión colocadas en el IPO. Como consecuencia de lo anterior, la participación de CSAV en HLAG bajó desde un 34,01% previo al IPO a un 31,35% del capital accionario de HLAG post-IPO, a un precio de colocación menor al valor libro de las acciones que CSAV poseía a la fecha, debiendo reflejar una pérdida por dilución de MMUS\$ 83,9.

Luego del IPO, CSAV ratificó su posición como accionista mayoritario y mantiene el Pacto de Accionistas acordado con los otros socios controladores de HLAG, Kühne Maritime y la Ciudad de Hamburgo.

Los resultados de HLAG, así como el resto sus cambios patrimoniales, se contabilizan al valor proporcional en el rubro de inversiones bajo el método de la participación. Durante 2015, CSAV registró un resultado positivo de MMUS\$ 77,4 por su participación en los resultados del negocio conjunto HLAG, incluyendo los efectos de PPA. Para mayor información ver Nota 15 de los presentes Estados Financieros Consolidados.

A continuación, se presenta un cuadro resumen de los movimientos de la inversión en HLAG:

Detalle de movimientos de la Inversión de CSAV en HLAG	
	MM US\$
Saldo al 31 de diciembre de 2014	1.765,0
Participación en resultados de HLAG	43,5
Efecto de PPA en resultados	33,9
Total participación en resultados	77,4
Participación en otros resultados integrales	(1,5)
Pérdida por dilución en IPO	(83,9)
Suscripción de aumento de capital en IPO	29,7
Otros cambios patrimoniales	5,6
Saldo al 31 de diciembre de 2015	1.792,4

Por su parte, la disminución de MMUS\$ 13,7 en los activos corrientes se explica por una disminución de cuentas por cobrar a entidades relacionadas en MMUS\$ 9,9, de deudores comerciales y cuentas por cobrar en MMUS\$ 6,3, de otros activos financieros en MMUS\$ 1,8, de inventarios en MMUS\$ 2,3 y de activos por impuestos corrientes de MMUS\$ 0,1, compensado parcialmente por un aumento del efectivo y equivalentes al efectivo de MMUS\$ 6,7.

Al 31 de diciembre de 2015, los pasivos disminuyeron en MMUS\$ 136,0 con respecto a los existentes al 31 de diciembre de 2014. Esta variación se explica por una disminución de MMUS\$ 205,3 en los pasivos corrientes compensado por un alza de MMUS\$ 69,3 en los pasivos no corrientes.

La disminución de MMUS\$ 205,3 en los pasivos corrientes se explica por una disminución de MUS\$ 130,1 en otros pasivos financieros, MMUS\$ 48,2 de otras provisiones, MMUS\$ 16,5 de cuentas comerciales y otras cuentas por pagar, y MMUS\$ 5,5 de cuentas por pagar a entidades relacionadas. La importante disminución de los otros pasivos financieros corrientes se produce por el pago durante el primer trimestre del ejercicio de los créditos puente destinados a financiar la participación de CSAV en el aumento de capital realizado por HLAG en diciembre de 2014 y por el del prepago anticipado de los bonos en UF realizado en agosto de 2015. La disminución de las otras provisiones se explica principalmente por una reclasificación neta a no corrientes de MMUS\$ 33,7 durante el ejercicio, más un efecto de disminución de MMUS\$ 14,5 por consumos y movimientos durante el período.

El aumento de MMUS\$ 69,3 en los pasivos no corrientes se explica principalmente por la clasificación a no corrientes de MMUS\$ 33,7 de otras provisiones explicada anteriormente, por un aumento en otros pasivos financieros no corrientes de MMUS\$ 4,7 producto principalmente de la obtención de un crédito por US\$ 45 millones a largo plazo suscrito con el Banco Itaú para el prepago total de los bonos en UF vigentes a la fecha de pago y por el aumento en cuentas por pagar a entidades relacionadas por MMUS\$ 30 como consecuencia del crédito suscrito por la Compañía con su matriz Quiñenco S.A. para asegurar la participación de CSAV en el IPO de HLAG.

Al 31 de diciembre de 2015, el patrimonio aumentó en MMUS\$ 151,1 con respecto al existente al 31 de diciembre de 2014. Esta variación se explica principalmente por el aumento de capital suscrito y pagado durante el primer trimestre del ejercicio 2015 por MMUS\$ 165,1, parcialmente compensado por la pérdida de MMUS\$ 14,7 del ejercicio 2015 y por un efecto positivo en Otras Reservas de MMUS\$ 2,0 principalmente producto de la participación de CSAV en los otros resultados integrales y otros cambios patrimoniales de HLAG, y de los costos de emisión del último aumento de capital de CSAV, que han sido presentados en otras reservas varias en espera de su capitalización mediante la aprobación de una Junta Extraordinaria de Accionistas.

b) Estado de Resultados

	Acumulado al 31 de diciembre de 2015	Acumulado al 31 de diciembre de 2014
	MM US\$	MM US\$
Ingresos de actividades ordinarias	183,1	235,3
Costo de ventas	(180,2)	(237,1)
Ganancia bruta	2,9	(1,8)
Gasto de administración	(19,7)	(19,2)
Otros gastos operacionales	3,8	846,6
Resultado Operacional	(13,0)	825,6
R.A.I.I.D.A.I.E. (EBITDA)	(5,9)	756,9
Gastos financieros netos	(3,6)	(3,9)
Participación asociadas y negocios conjuntos	(6,5)	(86,7)
Diferencia de cambio y otros no operacionales	2,1	12,6
Impuestos	5,9	(127,5)
Resultados después de impuestos	(15,1)	620,1
Resultado actividades continuadas	(15,1)	620,1
Resultado actividades descontinuadas	-	(230,8)
Resultado atribuible a la controladora	(14,7)	388,7

El **Resultado atribuible a la controladora** para el ejercicio 2015 ascendió a una pérdida de MMUS\$ 14,7, lo que representa un menor resultado de MMUS\$ 403,4 respecto al mismo período del año anterior. Este resultado se explica principalmente por las pérdidas operacionales obtenidas en los servicios de transporte operados directamente por CSAV y por la pérdida por dilución proveniente de la participación en HLAG, producto del aumento de capital realizado por esta compañía durante 2015 en el contexto de su IPO.

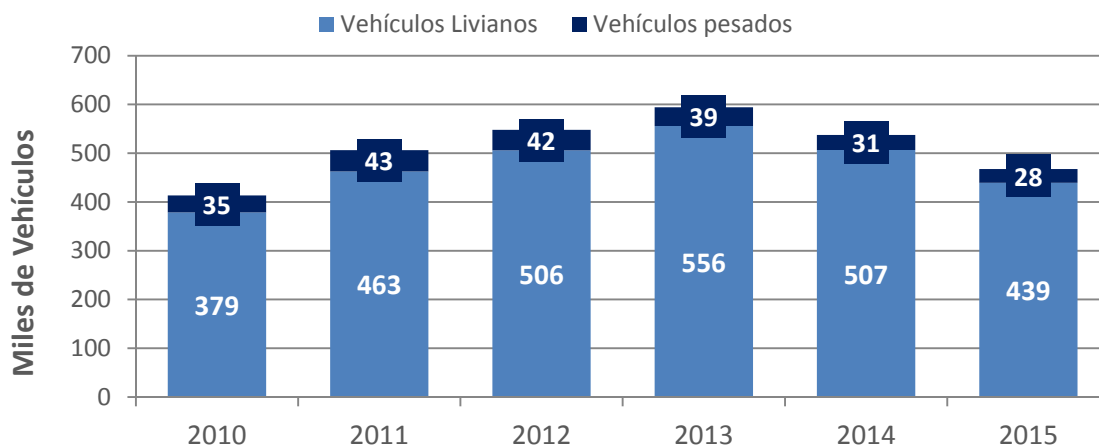
El **Resultado de Actividades Operacionales**, ascendió a una pérdida de MMUS\$ 13,0 al 31 de diciembre de 2015, lo que representa un menor resultado de MMUS\$ 838,6 respecto al mismo período del año anterior. Esta diferencia neta se explica casi íntegramente por la utilidad reflejada tras el cierre de la transacción con HLAG de MMUS\$ 864,0 y en una menor medida un mejor resultado de MMUS\$ 25,4 respecto a las restantes actividades continuadas, explicado principalmente por la pérdida de MMUS\$ 18,7 que CSAV registró en 2014 asociada a la venta de su participación en el negocio conjunto Dry Bulk Handy Holding (DBHH).

Sin perjuicio de lo anterior, es importante destacar que durante el año 2015, y a pesar de las desfavorables condiciones de mercado imperantes, CSAV logró una **Ganancia Bruta** positiva de MMUS\$ 2,9, la que se compara con una pérdida de MMUS\$ 1,8 obtenida durante 2014.

El **Estado de Resultados** de CSAV muestra que los **Ingresos de Actividades Ordinarias** alcanzaron a MMUS\$ 183,1 al 31 de diciembre de 2015, lo que representa una caída de MMUS\$ 52,2 respecto a igual periodo del año anterior. Esta caída se explica principalmente por la menor actividad y demanda por transporte de vehículos en los mercados de la costa oeste de Sudamérica (ver gráfico “Evolución de Venta de Vehículos en Chile y Perú”), las menores tarifas de flete en este negocio y por el efecto de la reajustabilidad de una parte de las tarifas de flete a la variación del precio del combustible, que considerando la caída registrada en el precio de dicho insumo durante el ejercicio, contribuyó también a la disminución de ingresos.

Por otra parte, y aunque en menor medida, la caída de los ingresos se explica por la disminución de la actividad del negocio de freight forwarder producto de la caída del volumen y de tarifas de flete de transporte portacontenedores en los mercados de Sudamérica, así como también, a los menores ingresos en el transporte de graneles sólidos producto de la estrategia de salir de dicho negocio, la que concluyó durante el tercer trimestre de 2015 con la entrega a su armador (arrendador) de la última nave granelera arrendada por CSAV.

Evolución de la Venta de Vehículos en Chile y Perú



Fuente: ANAC (Chile) y ARAPER (PERÚ)

El **Costo de Ventas** alcanzó a MMUS\$ 180,2 al 31 de diciembre de 2015, lo que representa una disminución de MMUS\$ 56,9 respecto a igual periodo del año anterior. Esta disminución del costo operacional está en línea con la menor actividad del mercado de transporte de automóviles así como también con la menor escala de operación de CSAV en dicho negocio y, en menor

medida, con la evolución de los negocios de freight forwarder y graneles sólidos mencionados precedentemente. Adicionalmente, la caída en el Costo de Ventas también se explica por el menor precio promedio del combustible observado durante el 2015, el que cayó cerca de 42% comparado con igual periodo del año 2014. A pesar de lo anterior, y como mencionado anteriormente, dado que una parte de las ventas tiene cláusulas de reajustabilidad por la variación del precio del combustible una parte del efecto positivo en costos se vio parcialmente compensado con menores ingresos.

Por otra parte, y aunque en menor medida, la caída del costo de combustible fue parcialmente compensada en el costo de ventas dado que CSAV cubre una proporción de las ventas con contratos a precios fijo, lo que implicó reconocer durante el período un mayor costo, dada la evolución del precio del combustible durante el año.

Los **Gastos de Administración** ascendieron a MMUS\$ 19,7 lo que representa un aumento de MMUS\$ 0,5 respecto a igual periodo del año anterior, explicado por los costos asociados a administrar la inversión en HLAG. De este monto, MMUS\$ 15,4 corresponden al segmento de otros servicios de transporte, mientras que MMUS\$ 4,3 corresponden al segmento portacontenedores.

Por otra parte, los Otros Operacionales ascendieron a MMUS\$ 3,8 al 31 de diciembre de 2015, lo que representa un menor resultado por de MMUS\$ 842,8 respecto a la utilidad de MMUS\$ 846,6 informada a igual fecha del año anterior. Esta diferencia se explica casi íntegramente por el ya comentado resultado proveniente de la transacción con HLAG durante 2014.

Con respecto al resultado en las **Participación de asociadas y negocios conjuntos**, CSAV reconoció una pérdida de MMUS\$ 6,5, la que proviene casi en su totalidad de los resultados de su participación en HLAG.

El resultado negativo de MMUS\$ 6,5 en la participación del negocio conjunto HLAG se explica principalmente por el hecho que la pérdida por dilución de MMUS\$ 83,9 mencionada anteriormente fue superior a la participación en la utilidad de HLAG para el ejercicio 2015, sumados los efectos positivos del PPA reconocidos durante 2015.

Acorde al método de la participación que aplica a un negocio conjunto, CSAV refleja en sus resultados su participación directa en el resultado atribuible a los propietarios de HLAG y también el efecto en resultados de la amortización de su PPA ("Purchase Price Allocation") sobre HLAG, determinado al cierre de la transacción el 2 de diciembre de 2014 (esto, acorde a IAS 28). HLAG reportó al 31 de diciembre de 2015 una utilidad acumulada atribuible a los propietarios de la controladora de MMUS\$ 123,9 y CSAV reconoció además una utilidad de MMUS\$ 101,3 por el efecto de la amortización del PPA correspondiente al ejercicio 2015. Sobre dichos valores la

Compañía aplicó su participación proporcional correspondiente: 34,0% hasta el tercer trimestre de 2015 y, luego del IPO, 31,35% para el cuarto trimestre de 2015. De esta forma, la CSAV reconoció una utilidad de MMUS\$ 43,5 correspondiente a su participación directa en los resultados de HLAG para 2015 y una utilidad de MMUS\$ 33,9 por su participación en la amortización del PPA sobre HLAG para el ejercicio.

Durante el ejercicio 2015 CSAV reconoció un ingreso por impuesto a las ganancias de MMUS\$ 5,9, el que se generó principalmente por el efecto de la variación del tipo de cambio del Euro sobre la estructura de financiamiento entre subsidiarias del Grupo, asociadas a la inversión en HLAG, y en menor medida por las pérdidas operacionales del ejercicio y los efectos de cambio de tasa de impuesto sobre el activo por impuestos diferidos.

De esta forma, el Resultado atribuible a los propietarios de la controladora registró una pérdida de MMUS\$ 14,7 lo que representa un menor resultado por MMUS\$ 403,4 respecto al año anterior. Cabe recordar que durante el año 2014 la Compañía tuvo un resultado atribuible al cierre de la transacción con HLAG de MMUS\$ 864, el cual se compensó parcialmente con el efecto impuesto asociado a esta operación y con las pérdidas de MMUS\$ 230,8 procedentes de las operaciones portacontenedores clasificadas como descontinuadas hasta el cierre de la transacción con HLAG.

c) Resultado Operacional por Segmento

Al 31 de diciembre de 2015, CSAV reporta dos segmentos de negocios: Negocio Portacontenedores y Otros Servicios de Transporte. A continuación una breve descripción de cada uno:

- Negocio Portacontenedores: corresponde a las actividades de transporte de contenedores que realiza HLAG, representadas por la inversión en dicho negocio conjunto, más ciertos activos y pasivos asociados al negocio portacontenedores que siguen bajo el control de CSAV (activo diferido, pasivos financieros y otros).
- Otros Servicios de Transporte: comprenden la operación de CSAV en los servicios de transporte de automóviles (principalmente hacia los mercados de la costa oeste de Sudamérica), transporte de graneles líquidos en la costa oeste de Sudamérica y los servicios de operación logística y de freight forwarder a través del grupo de subsidiarias Norgistics. Es importante destacar que durante 2015 CSAV terminó su operación de graneles sólidos con la reentrega de la última nave arrendada y que la operación de transporte de carga refrigerada en naves cámara fue reestructurada para atender a dichos clientes a través de los servicios de Norgistics.

Hasta 2014 los negocios de operación logística y freight forwarder, operados por el grupo de subsidiarias Norgistics, estaban enfocados principalmente a apoyar las ventas del negocio portacontenedores de CSAV. A partir del cierre de la transacción con HLAG, Norgistics opera estos negocios en forma totalmente independiente, siendo ahora HLAG sólo un proveedor más en la prestación de sus servicios logísticos y de freight forwarder.

A continuación se presenta la apertura del resultado por segmentos al 31 de diciembre de 2015 (más detalles en la Nota 6 de los presentes Estados Financieros):

	Portacontenedores		Var
	2015	2014	
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
Ingresos ordinarios	-	-	-
Costo de ventas	-	-	-
Margen bruto	-	-	-
Gasto de administración	(4,3)	(3,3)	(1,0)
Otros gastos operacionales	1,4	864,4	(863,0)
Resultado de actividades operacionales	(2,9)	861,1	(864,0)
Gastos financieros netos	(3,6)	(3,1)	(0,5)
Participación en resultado de asociadas	(6,5)	(87,4)	80,9
Diferencia de cambio y otros	3,3	4,8	(1,5)
Impuestos	(1,1)	(129,4)	128,3
Resultado procedente de operaciones continuadas	(10,8)	646,0	(656,8)
Ganancia (Pérdida) procedente de operaciones descontinuadas	-	(230,8)	(230,8)
Resultado atribuible a participaciones no controladoras	-	(0,5)	(0,5)
Resultado atribuible a los controladores	(10,8)	414,7	(425,5)

El negocio portacontenedores presentó durante 2015 una pérdida de MMUS\$ 10,8 millones que se explica principalmente por el ya mencionado resultado negativo en la inversión en HLAG y por los gastos de administración asociados a este segmento.

	Otros servicios de transporte		Var
	2015	2014	
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
Ingresos ordinarios	183,1	235,3	(52,2)
Costo de ventas	(180,2)	(237,1)	56,9
Margen bruto	2,9	(1,8)	4,7
Gasto de administración	(15,4)	(15,9)	0,5
Otros gastos operacionales	2,3	(17,8)	20,1
Resultado de actividades operacionales	(10,2)	(35,5)	25,3
Gastos financieros netos	-	(0,7)	0,7
Participación en resultado de asociadas	-	0,6	(0,6)
Diferencia de cambio y otros	(1,0)	7,8	(8,8)
Impuestos	7,0	1,9	5,1
Resultado procedente de operaciones continuadas	(4,2)	(25,9)	21,7
Ganancia (Pérdida) procedente de operaciones descontinuadas	-	-	-
Resultado atribuible a participaciones no controladoras	(0,4)	0,1	(0,5)
Resultado atribuible a los controladores	(3,8)	(26,0)	22,2

Los otros servicios de transporte presentan una pérdida de MMUS\$ 3,8 durante 2015, lo que representa una mejora de MMUS\$ 22,2 respecto de 2014. Este mejor resultado se explica principalmente por el margen bruto positivo que tuvo CSAV durante 2015 de MMUS\$ 2,9 (en comparación a una pérdida de MMUS\$ 1,8 en 2014) – el que se logró a pesar de las desfavorables condiciones de mercado – y, tal como mencionado precedentemente, por la venta en 2014 de la participación en DBHH lo que generó una pérdida de MMUS\$ 18,6 en dicho ejercicio.

2. Diferencia entre valores Económicos y Libro de los Activos

Los Estados Financieros al 31 de diciembre de 2015 han sido preparados de acuerdo con las Normas Internacionales de Información Financiera (IFRS) aprobadas por la Superintendencia de Valores y Seguros, bajo cuya fiscalización se encuentra la Compañía. Dado el horizonte de largo plazo de los activos de la Compañía y las características de los servicios que presta y de la industria naviera en general, es posible determinar una relación entre el valor libros de los principales activos de la Compañía y el valor económico de los mismos en el marco de las disposiciones que IFRS define para ello, las que han sido adoptadas en los presentes Estados Financieros.

3. Situación de Mercado

a) Segmento Portacontenedores

La Compañía participa en el negocio portacontenedores a través de la inversión en HLAG (contabilizado como negocio conjunto) Si bien CSAV tiene influencia significativa y controla conjuntamente con otros socios principales a HLAG, dicho negocio conjunto tiene una Administración independiente que gestiona y controla sus riesgos en forma autónoma y de acuerdo a los estándares de una sociedad abierta y regulada en Alemania.

La industria naviera portacontenedores sigue enfrentada a una situación de mercado volátil y mayormente adversa, la cual se caracteriza por:

- una todavía frágil y volátil situación económica mundial, que ha mantenido un menor crecimiento de la demanda por transporte de contenedores. En particular el menor crecimiento de China, el resto de Asia, Europa, y América Latina han afectado negativamente los volúmenes transportados a nivel mundial.
- la sobreoferta de espacio que se generó como consecuencia de las órdenes de construcción de naves realizadas durante los años previos a la crisis de 2009. Si bien actualmente las órdenes de construcción se han estabilizado en niveles más razonables, el menor dinamismo de la demanda por transporte durante 2015 ha generado sobreoferta. En 2016, la apertura de la ampliación del canal de Panamá puede afectar el equilibrio de oferta y demanda en los tráficos mundiales.
- una volatilidad en el precio del combustible, el principal insumo de la industria. El precio del combustible se mantuvo en niveles altos hasta fines del año 2014 mostrando desde entonces caídas significativas, al igual que otros “commodities”.

Desde hace algunos años, las principales compañías navieras del mundo han tomado en forma independiente una serie de medidas relevantes para revertir el escenario negativo y los cambios en los paradigmas de operación que enfrentan. Entre otras medidas, se han cerrado y reestructurado servicios de transporte, se ha detenido flota y suspendido viajes (el nivel de flota detenida alcanzó a fines de 2015 a los niveles mayores desde 2010), se ha implementado globalmente el concepto de “super slow steaming” (navegación lenta), y se ha puesto un foco en reducir los costos operacionales y aumentar la productividad y utilización de activos, como también aumentar la eficiencia en el consumo de combustible.

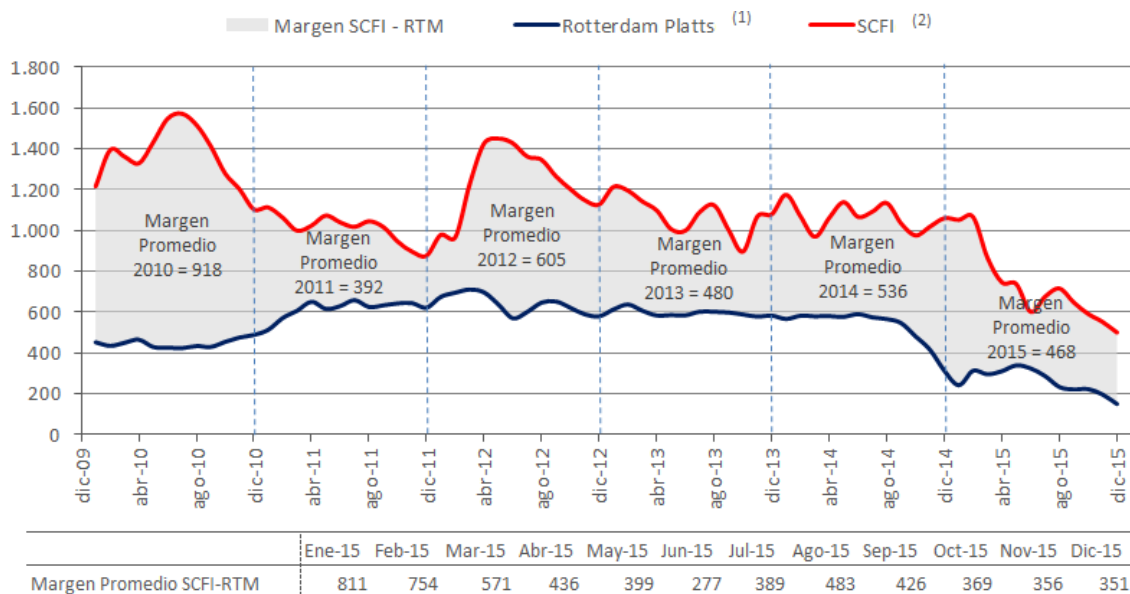
Durante los últimos años, las compañías navieras han además aumentado los acuerdos de operaciones conjuntas con el fin de mejorar los niveles de servicio a los clientes obteniendo al mismo tiempo economías de escala y economías de red que de forma independiente no son

factibles de alcanzar. Estos esfuerzos han sido muy significativos y se han formado importantes alianzas operacionales globales, por la vía de establecer consorcios tales como 2M, Ocean Three y G6 (de la cual HLAG es miembro). En la actualidad, además existe un creciente esfuerzo de ciertos participantes de la industria en consolidar la industria (por ejemplo COSCO con China Shipping y CMA CGM con APL) así como en reformular la estructura de las alianzas de operación conjunta globales.

A pesar de todos los esfuerzos de racionalización y mejoras operacionales implementados por las navieras, las tarifas de flete deduciendo el costo de combustible correspondiente (“tarifas ex bunker”), para la mayoría de los tráficos, continúan por debajo de los niveles históricos y muy por debajo del nivel que la industria podría considerar hoy como un equilibrio sostenible. Esta situación no ha permitido a la industria en su conjunto obtener rentabilidades normales. A pesar de lo anterior, algunos competidores todavía muestran resultados positivos, gracias a sus economías de escala y economías de red así como también por sus más saludables estructuras de capital; sin embargo, los bajos niveles de tarifas de flete actuales y bajo crecimiento de la demanda actual podrían hacer cambiar esta situación.

En relación al proceso de re-inversión de activos, los principales operadores del mundo están impulsando planes de inversión de naves portacontenedores que buscan adecuarse de mejor manera a los nuevos paradigmas de operación enfocados a aumentar la eficiencia, reducir el consumo de combustible, operar en consorcios o alianzas operacionales globales y adecuar la flota a las nuevas características del canal de Panamá. Las naves en construcción alcanzan al 20% de la flota en operación.

Sin embargo a lo anterior, la industria sigue presentando un desafiante escenario para todos sus participantes. La caída de tarifas de flete así como alta volatilidad de éstas observada durante los últimos meses, se ha visto sólo parcialmente compensado por los menores precios del combustible.



(1) Precio promedio del combustible (IFO 380) en el puerto de Rotterdam.

(2) Shanghai Containerized Freight Index

b) Segmento Otros Servicios de Transporte

Los distintos rubros de transporte naviero que operó CSAV durante 2015, como transporte de vehículos o de cargas refrigeradas, gráneles sólidos y líquidos, también se han visto afectados por la menor demanda mundial por transporte, exceso de oferta y volatilidad en el precio del combustible.

El negocio del transporte de automóviles ha enfrentado volatilidad en la demanda a partir de la crisis financiera de 2008. La oferta sigue dominada por las compañías navieras japonesas y coreanas, las que concentran cerca del 65% del mercado.

La demanda mundial por transporte de vehículos se ve positiva o negativamente afectada por la situación económica de los distintos mercados y por los cambios en los países productores. En este sentido, China ha comenzado a transformarse en uno de los grandes fabricantes reemplazando a otros productores. En 2015 la demanda por transporte global se ha visto afectada por la débil situación económica mundial que ha afectado la producción y exportaciones globales.

A pesar de lo anterior, la industria mundial de transporte de vehículos creció consistentemente durante los últimos años, mostrando una caída solo en 2010 y 2011 como consecuencia de la crisis financiera de 2008. El año 2015 ha mostrado a la fecha una demanda global más débil. Por otra parte, las naves PCTC ("Pure Car and Truck Carrier") han aumentado su tamaño promedio,

pasando desde una capacidad de alrededor de 4.200 vehículos en 2008 hasta cerca de 4.900 vehículos en 2014, con el fin de aumentar las economías de escala y la eficiencia de operación.

CSAV transporta vehículos principalmente desde Asia, Estados Unidos y Europa hacia los mercados de Chile y Perú. Estos mercados se han visto muy afectados por el desempeño de las economías de ambos países por lo que las importaciones de vehículos se han reducido en forma significativa a partir de 2014. Durante el 2015 las ventas de vehículos livianos en estos mercados cayeron un 13% mientras que las de camiones y buses disminuyeron en un 10% respecto a igual periodo del año anterior. Lo anterior, además de una administración más conservadora de inventarios de los distribuidores, ha impactado negativamente la operación de CSAV en sus servicios de transporte de vehículos tanto en volúmenes como en tarifas de flete. (ver gráfico “Evolución de Venta de Vehículos en Chile y Perú” en página 6)

El negocio de operación logística y freight forwarder está estrechamente relacionado a la evolución de la actividad en el negocio de transporte en portacontenedores y a las tarifas de flete. Durante los últimos trimestres la situación de los mercados en la costas este y oeste de Sudamérica han mostrado una evolución desfavorable dado el menor desempeño de las economías de esta región.

El negocio de transporte de graneles líquidos en que opera la Compañía está enfocado principalmente al movimiento de ácido sulfúrico en la costa oeste de Sudamérica. La demanda de este negocio está relacionada principalmente con la evolución de la producción minera y ha mantenido una evolución estable.

El negocio de transporte de carga refrigerada a granel en naves cámara a nivel mundial ha ido perdiendo participación en los últimos años por el crecimiento en el uso de contenedores refrigerados. La oferta disponible de este tipo de naves ha disminuido significativamente acomodándose a la menor demanda y aumentando la dependencia para el arriendo de naves a unos pocos proveedores. Dado lo anterior, CSAV ha decidido terminar con la operación de naves en este negocio y para la temporada de fruta 2016 ofrecerá soluciones de transporte a sus clientes a través de sus subsidiarias Norgistics, y no a través de la operación de naves refrigeradas especializadas.

El negocio de transporte en naves graneleras sólidas se ha visto muy afectado desde la crisis financiera de 2008. Existe una sobrecapacidad muy importante en la industria y las tarifas de flete, como también las tarifas de arriendo de naves, se han mantenido en niveles muy bajos. CSAV decidió reducir su exposición a este negocio con la venta de la participación en DBHH durante el segundo trimestre de 2014 y la re-entrega durante 2015 de todas las naves arrendadas que operaba o subarrendaba a terceros. Al 31 de diciembre de 2015 CSAV ya ha re-entregado la totalidad de naves de este tipo, por lo que la Compañía ya no se verá expuesta a este negocio.

4. Análisis del Flujo de Efectivo

Los principales componentes del flujo de efectivo originado en cada ejercicio son los siguientes:

	31 de diciembre de 2015	31 de diciembre de 2014
	MM US\$	MM US\$
Flujo procedente de Operaciones	(26,1)	(281,4)
Flujos operacionales	(25,2)	(276,8)
Impuestos y otros	(0,9)	(4,6)
Flujo procedente de Actividades de Inversión	(32,4)	(447,0)
Pérdida de control de subsidiarias u otros	-	(86,6)
Adquisición de participaciones en negocios conjuntos	(29,7)	(243,1)
Compra y venta de propiedades, planta y equipo	(2,9)	(120,3)
Otros	0,2	3,0
Flujo procedente de Actividades de Financiamiento	67,5	567,3
Pago por adquisición de acciones de la entidad	-	(20,9)
Emisión de acciones	162,7	428,6
Obtención y pago de préstamos empresas relacionadas	30,0	-
Obtención y pago de préstamos	(121,2)	208,9
Pago de intereses	(3,2)	(39,8)
Otros	(0,8)	(9,5)
Efecto variación tipo de cambio	(2,3)	5,1
Variación efectivo y equivalentes al efectivo	6,7	(156,0)

La variación neta de la cuenta Efectivo y equivalentes al efectivo al 31 de diciembre de 2015, que equivale al Flujo de Efectivo Neto del ejercicio, fue positiva en MMUS\$ 6,7 al 31 de diciembre de 2015, lo que representa un mayor flujo positivo de MMUS\$ 162,7 respecto al mismo período del año anterior. Cabe señalar que el flujo de del año 2014 considera a las operaciones descontinuadas (negocio portacontenedores de CSAV).

El **Flujo procedente de operaciones** fue negativo en MMUS\$ 26,2 al 31 de diciembre de 2015, lo que representa una mejora de MMUS\$ 255,2 respecto al mismo período del año anterior. El flujo de 2015 se explica principalmente por el resultado de las operaciones de otros servicios de transporte y los gastos de administración, y por el pago de costos relacionados al cierre de la transacción con HLAG, por los desembolsos derivados de las investigaciones de las autoridades de libre competencia en el negocio de transporte de vehículos y por pagos asociados al proceso de cierre del negocio de transporte de gráneles sólidos. La mayoría de los pagos anteriormente mencionados estaban provisionados no afectando de esta forma el resultado del período.

El **Flujo procedente por actividades de inversión** fue negativo en MMUS\$ 32,3 al 31 de diciembre de 2015, lo que representa una mejora de MMUS\$ 414,7 respecto al mismo período del año anterior. El flujo de 2015 se explica principalmente por la suscripción de la compañía en el IPO de HLAG con MMUS\$ 29,7, y en menor medida a las mantenciones mayores realizadas a las naves

propias de transporte de graneles líquidos, mientras que durante 2014 la Compañía suscribió el aumento de capital en HLAG realizado en diciembre de ese año y realizó pagos de cuotas para la construcción de naves portacontenedores, que explican mayormente el flujo del ejercicio.

El **Flujo procedente por actividades de financiamiento** fue positivo en MMUS\$ 67,5 al 31 de diciembre de 2015, lo que representa una disminución de MMUS\$ 499,8 respecto al mismo período del año anterior, lo que se explica principalmente por el efecto de MMUS\$ 330,1 de menores importes procedentes de la obtención de créditos netos de los menores pagos de préstamos, menores importes procedentes de la emisión de otros instrumentos de patrimonio por MMUS\$ 265,9, el giro en 2015 de un crédito con Quiñenco S.A., clasificado como prestamos con entidades relacionadas, relacionado a la participación de la compañía en el IPO de HLAG por MMUSD\$ 30,0, los pagos realizados en 2014 por la adquisición de acciones del derecho a retiro por MMUS\$ 20,9, junto a menores intereses pagados por MMUS\$ 36,6.

5. Análisis de los Riesgos de Mercado

La inversión que la Compañía mantiene en HLAG es hoy su principal activo (80,5% del total de activos al 31 de diciembre de 2015), por lo que aunque los riesgos de mercado del negocio portacontenedores no se reflejan directamente en los estados financieros de CSAV sí lo hacen indirectamente puesto que dichos efectos se presentan finalmente en el valor de la inversión que CSAV mantiene en dicho negocio conjunto, en los dividendos que puede recibir de dicha empresa y en los efectos en patrimonio y resultados del período. Por esta razón, y aun cuando CSAV aportó a HLAG la totalidad de su operación de portacontenedores en 2014, los principales riesgos del negocio siguen siendo aquellos relacionados con el transporte de contenedores.

Como mencionado precedentemente, HLAG tiene una administración independiente que administra y control sus riesgos en forma autónoma y de acuerdo a estándares de una sociedad abierta y regulada en Alemania.

Los principales riesgos que enfrenta la Compañía en la operación directa de sus negocios retenidos (segmento de otros servicios de transporte) provienen de la posibilidad de una disminución en la demanda por transporte marítimo, de un aumento en la oferta de espacio, de una caída en las tarifas y del aumento en el precio del petróleo. Otros riesgos que pueden afectar a la industria son el aumento de la competencia, riesgos de obsolescencia de activos, riesgos medioambientales y cambios en la regulación.

Respecto a la demanda, el principal riesgo proviene de la situación económica mundial y el impacto de una desaceleración global. Las estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) de enero de 2016, presentan una leve disminución de un 0,3% del producto interno bruto mundial, al comparar el 3,1% obtenido durante el 2015 con el 3,4% mostrado el 2014, por lo que en términos de demanda no se proyectan cambios importantes en el corto plazo. Sudamérica sigue mostrando un débil desempeño. Para 2016 el FMI proyecta una leve recuperación hasta 3,4% de este indicador. Por otra parte el FMI proyecta que durante 2016 el comercio mundial (productos y servicios) crecerá un 3,4% versus un 2,6% en 2015.

Respecto a la oferta, existe el riesgo de que las nuevas construcciones de naves que sobrepasen la demanda futura, aumentando el desbalance.

En el negocio de transporte de vehículos, además el principal riesgo sigue siendo la debilidad de los mercados relevantes para CSAV (costa oeste de Sudamérica) y el equilibrio a nivel mundial de la oferta y demanda por transporte naviero.

Por otra parte, el precio del combustible ha mostrado una disminución muy importante desde el último trimestre de 2014; sin embargo, éste sigue presentando volatilidad y no existe certeza de su evolución futura. Una parte de las ventas de flete se reajustan con la variación del precio del combustible, y para aquellas ventas a precio fijo, se contratan además coberturas de precio de combustible.

Respecto al riesgo de variabilidad de la tasa de interés para CSAV, al 31 de diciembre de 2015 la Compañía tenía todos sus pasivos a tasas variables indexadas a la tasa Libor, la que sigue manteniéndose en niveles estables, aunque la curva futura muestra una leve tendencia al alza.

Respecto al riesgo de variabilidad del tipo de cambio, la Compañía tiene la mayor parte de sus ingresos y costos operacionales en dólares estadounidenses. Al 31 de diciembre de 2015 existen ciertos activos y pasivos en otras monedas. Como se indica en la Nota 5 de los presentes Estados Financieros Consolidados, a principios de 2015 se cubrió el riesgo de la paridad Peso Chileno a Dólar Americano relacionado a los créditos asociados al aumento de capital en curso a esa fecha y que fueron pagados en febrero de 2015. Del mismo modo, y hasta el prepago de la totalidad de los bonos en UF, la Compañía tenía pasivos expuestos a la depreciación del peso chileno lo que generó efectos positivos en diferencia de cambio en los resultados del ejercicio 2015.

6. Índices Financieros

Los principales indicadores a diciembre de 2015 han tenido el siguiente comportamiento:

a) Índice de Liquidez

Índices de Liquidez		31 de diciembre de 2015	31 de diciembre de 2014
Liquidez Corriente	= $\frac{\text{Activos Corrientes}}{\text{Pasivos Corrientes}}$	1,308	0,352
Razón Ácida	= $\frac{\text{Efectivo y equivalentes al Efectivo}}{\text{Pasivos Corrientes}}$	0,855	0,171

- **Liquidez Corriente:** Este índice aumenta respecto a diciembre de 2014, debido a una disminución de los activos corrientes (MMUS\$ 13,7) y a una importante disminución de los pasivos corrientes (MMUS\$ 205,3).
- **Razón Ácida:** Este índice aumenta respecto a diciembre de 2014, debido al aumento del efectivo (MMUS\$ 6,7) y a una caída de los pasivos corrientes (MMUS\$ 205,3).

b) Índice de Endeudamiento

Índices de Endeudamiento		31 de diciembre de 2015	31 de diciembre de 2014
Endeudamiento	= $\frac{\text{Pasivos Totales}}{\text{Patrimonio}}$	0,085	0,164
Endeudamiento de Corto Plazo	= $\frac{\text{Pasivos Corrientes}}{\text{Pasivos Totales}}$	0,351	0,858
Endeudamiento de Largo Plazo	= $\frac{\text{Pasivos No Corrientes}}{\text{Pasivos Totales}}$	0,649	0,142
Cobertura Gastos Financieros	= $\frac{\text{Resultado antes de Impuestos e Intereses}}{\text{Costos Financieros}}$	4,833	192,692

- **Endeudamiento:** Este índice disminuye en relación a diciembre de 2014, debido a la caída de los pasivos totales (MMUS\$ 135,9) debido principalmente al prepago del crédito puente en febrero de 2015, y al aumento del patrimonio (MMUS\$ 151,0) producto de las utilidades del periodo y por la porción del aumento de capital suscrito y pagado durante comienzos de 2015.
- **Endeudamiento de Corto Plazo:** Este índice disminuye respecto a diciembre de 2014, debido a que la disminución de los pasivos corrientes (MMUS\$ 205,2) es mayor a la disminución de los pasivos totales (MMUS\$ 135,9).
- **Endeudamiento de Largo Plazo:** Este índice aumenta respecto a diciembre de 2014 y a junio de 2014 en contraposición al índice de corto plazo, al disminuir el peso de los pasivos corrientes.
- **Cobertura de Gastos Financieros:** Este índice disminuye considerablemente en relación a diciembre de 2014, principalmente por un menor resultado antes de impuestos e intereses (MMUS\$ 768,9), que se explica en gran medida por el resultado de la transacción con HLAG que implicó reconocer en diciembre de 2014 una utilidad de MMUS\$ 777 antes de impuestos

c) Índice de Rentabilidad

Índices de Rentabilidad		31 de diciembre de 2015	31 de diciembre de 2014
Rentabilidad del Patrimonio	= $\frac{\text{Resultado Controladora}}{\text{Patrimonio Promedio}}$	-0,007	0,266
Rentabilidad del Activo	= $\frac{\text{Resultado Controladora}}{\text{Activos Promedio}}$	-0,007	0,169
Rendimiento Activos Operacionales	= $\frac{\text{Resultado de Actividades Operacionales}}{\text{Activos Operacionales Promedio}^*}$	-0,007	0,340
Retorno de Dividendos	= $\frac{\text{Dividendos Pagados en los últimos 12 meses}}{\text{Precio de Mercado de la Acción}}$	0,000	0,000
Resultado por Acción	= $\frac{\text{Resultado Controladora}}{\text{Número de Acciones}}$	-0,0005	0,0227
Valor Bursátil de la Acción (en pesos chilenos)		13,7	22,4

* Activos operacionales Promedio: Activos Totales menos Impuestos Diferidos y Activos Intangibles.

- **Rentabilidad del Patrimonio:** el indicador cae en relación a diciembre de 2014, debido a un menor resultado del ejercicio por MMUS\$ 403,4, parcialmente compensado por un mayor patrimonio promedio de MMUS\$ 512,1.
- **Rentabilidad del Activo:** Este índice disminuye en relación a diciembre de 2014, debido a un menor resultado del ejercicio por MMUS\$ 403,4, y un menor activo promedio por MMUS\$ 75,7.
- **Rendimiento Activos Operacionales:** El índice cae en relación a diciembre de 2014, debido a un menor resultado operacional por MMUS\$ 654,0 y a mayores activos operacionales promedio por MMUS\$ 21,8.
- **Retorno de Dividendos:** Este índice se mantiene constante producto que no se han entregado dividendos durante los ejercicios 2014 y 2015.
- **Resultado por Acción:** La utilidad por acción respecto a diciembre de 2014 cae producto de un menor resultado de MMUS\$ 403,4 y a un mayor número de acciones por un total de 13.599 millones de acciones.
- **Valor bursátil de la acción:** El valor de la acción se mostró una importante variación de un 39% en relación a diciembre de 2014.

d) Índice de Actividad

Índices de Actividad		31 de diciembre de 2015	31 de diciembre de 2014
Rotación de Inventario	= $\frac{\text{Costo de Combustible}}{\text{Inventario Promedio}}$	8,235	13,375
Permanencia de Inventarios	= $\frac{\text{Inventario Promedio} * 360}{\text{Costo de Combustible}}$	43,717	26,717

- **Rotación de Inventario:** Al 31 de diciembre de 2015 hay una baja del indicador respecto a igual periodo del año pasado. Para efectos comparativos, cabe destacar que la cifra indicada al 31 de diciembre de 2014 incluye 11 meses de las actividades portacontenedores en el costo de combustible.
- **Permanencia de Inventario:** Al 31 de diciembre de 2015 hay una alza del indicador respecto a igual periodo del año anterior. Para efectos comparativos, cabe destacar que la cifra indicada al 31 de diciembre de 2014 incluye 11 meses de las actividades portacontenedores en el costo de combustible.