

ANÁLISIS RAZONADO

En base a los Estados Financieros Consolidados
al 31 de Diciembre de 2016

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.....	7
2. Situación de Mercado	10
a) Segmento Portacontenedores	10
b) Segmento Otros Servicios de Transporte.....	15
3. Análisis del Flujo de Efectivo	16
4. Análisis de los Riesgos de Mercado	18
5. Índices Financieros	20
a) Índice de Liquidez.....	20
b) Índice de Endeudamiento	20
b) Índice de Rentabilidad	21
d) Índice de Actividad.....	22

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	al 31 de diciembre de 2016	al 31 de diciembre de 2015	Variación
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
Activos corrientes	84,2	80,2	4,0
Activos no corrientes	2.084,0	2.145,5	(61,5)
Total activos	2.168,2	2.225,7	(57,5)

PASIVOS Y PATRIMONIO	al 31 de diciembre de 2016	al 31 de diciembre de 2015	Variación
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
Pasivos corrientes totales	55,3	61,3	(6,0)
Pasivos no corrientes	106,4	113,5	(7,1)
Patrimonio controladora	2.006,5	2.042,4	(35,9)
Patrimonio no controladora	-	8,5	(8,5)
Total pasivos y patrimonio	2.168,2	2.225,7	(57,5)

Al 31 de diciembre de 2016, los activos totales disminuyeron en MMUS\$ 57,5 con respecto a los existentes al 31 de diciembre de 2015. Esta variación se explica por una disminución de MMUS\$ 61,5, en los activos no corrientes, compensada parcialmente por un aumento de MMUS\$ 4,0 en los activos corrientes.

Para efectos de una mejor comprensión de las cifras contenidas en este Análisis Razonado, es importante señalar que acorde a lo explicado en la Nota 2 b) y en la Nota 35 de los presentes Estados Financieros Consolidados, con fecha 19 de octubre de 2016 CSAV materializó la venta de su unidad de negocios de graneles líquidos (en adelante "OyV") a su socio Odfjell Tankers, mediante la enajenación de todas las acciones que CSAV mantenía directa e indirectamente en sus subsidiarias y asociadas que operaban dicha unidad de negocios, lo que implicó la desconsolidación de sus activos y pasivos por pérdida de control. Producto de aquello, al 31 de diciembre de 2016 CSAV no posee activos ni pasivos asociados a la unidad de negocios de graneles líquidos, presentándose sus resultados hasta la fecha de enajenación como operaciones descontinuadas, acorde a las disposiciones de la NIIF N°5. Esta información fue revelada como un hecho posterior en los Estados Financieros Intermedios Consolidados al 30 de septiembre de 2016.

El aumento de MMUS\$ 4,0 en los activos corrientes se explica por el aumento en las cuentas Efectivo y equivalentes al efectivo, Deudores comerciales e Inventarios principalmente producto de las mayores ventas y actividad en el negocio de transporte de automóviles durante los últimos meses del año y por la venta de OyV explicada con anterioridad. Dicha venta significó la desconsolidación de los activos corrientes de la unidad de negocios, y el reconocimiento en Efectivo y equivalentes del valor de venta, con un efecto neto de MMUS\$ 1,0 de aumento en los activos corrientes respecto a aquellos existentes al 31 de diciembre de 2015.

Por otra parte, la disminución de MMUS\$ 61,5 en los activos no corrientes se explica principalmente por una disminución de MMUS\$ 20,8 en la cuenta de Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación, por una disminución de MMUS\$ 20,6 en la cuenta de Activos por impuestos diferidos y por una desconsolidación de dos naves quimiqueras bajo Propiedades, planta y equipos por MMUS\$ 18,3 producto de la venta de OyV, antes mencionada.

La variación en la cuenta Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación se explica por la disminución en el valor de la inversión en Hapag-Lloyd AG (en adelante HLAG) producto de la participación de CSAV (31,35%) en las pérdidas de dicho negocio conjunto durante el presente año, netos del efecto de amortización de PPA (*Purchase Price Allocation*), como también por su participación en los otros resultados integrales que afectan el patrimonio de HLAG. Como se puede observar en el cuadro adjunto, CSAV registró una disminución de la inversión de MMUS\$ 7,0 por su participación en los resultados de HLAG, incluyendo los efectos de amortización de PPA, y una disminución adicional de MMUS\$ 13,8 por la participación de la Compañía en los otros resultados integrales y otras reservas de HLAG. Para mayor información, ver la Nota 15 de los presentes Estados Financieros Consolidados.

Detalle de movimientos de la Inversión de CSAV en HLAG	
	MUS\$
Saldo al 31 de diciembre de 2015	1.792,4
Participación en resultados de HLAG	(33,4)
Efecto de PPA en resultados	26,4
Total participación en resultados	(7,0)
Participación en otros resultados integrales	(13,8)
Otros cambios patrimoniales	0,0
Saldo al 31 de diciembre de 2016	1.771,6

La disminución en la cuenta Activos por impuestos diferidos de MMUS\$ 20,6 se explica principalmente por un cargo a resultados de MMUS\$ 17,2 proveniente de un ajuste en la pérdida tributaria de arrastre, asociado a la utilidad tributaria generada por la fusión con HLAG en 2014, acorde a lo explicado en la Nota 21 de los presentes estados financieros consolidados, y por el

gasto por impuestos del período principalmente asociado a la estructura de financiamiento dentro del Grupo CSAV necesaria para financiar la inversión en HLAG. Durante 2016, el efecto neto de la variación del tipo de cambio del Euro-Dólar y los intereses sobre dicho financiamiento, produjo una utilidad tributaria en CSAV a nivel individual en Chile, generando de esta forma un gasto por impuesto y una disminución en la cuenta de Activo por impuestos diferidos en el período.

Al 31 de diciembre de 2016 los pasivos disminuyeron en MMUS\$ 13,1 con respecto a los existentes al 31 de diciembre de 2015. Esta variación se explica por una disminución de MMUS\$ 6,0 en los pasivos corrientes y una disminución de MMUS\$ 7,1 en los pasivos no corrientes.

La disminución de MMUS\$ 6,0 en los pasivos corrientes se explica principalmente por la venta de OyV que significó la desconsolidación de los pasivos corrientes de la unidad de negocios explicando una disminución de MMUS\$ 5,4. Por otra parte, excluyendo el efecto de OyV, las Otras provisiones corrientes aumentaron en MMUS\$ 8,7 principalmente como consecuencia del traspaso a corriente de ciertas partidas registradas como no corrientes a diciembre de 2015 acorde con su vencimiento esperado, neto del reverso de una provisión por MMUS\$ 6,5 asociada a la favorable resolución del caso legal NYSA-ILA detallada en las Notas 24 y 36 de los presentes Estados Financieros Consolidados. Del mismo modo, las Cuentas comerciales y otras cuentas por pagar disminuyeron principalmente por los desembolsos no recurrentes asociados a la investigación de las autoridades de libre competencia en el negocio de transporte de vehículos por MMUS\$ 2,4, de las cuáles se presentan más detalles en la mencionada Nota 36.

La disminución de MMUS\$ 7,1 en los pasivos no corrientes se explica principalmente por la mencionada venta de OyV que implicó la desconsolidación de los pasivos no corrientes de la unidad de negocios por MMUS\$ 5,0. Excluyendo el efecto anterior, el resto de la variación se explica por el reverso por MMUS\$ 6,0 de la porción no corriente de la provisión del caso NYSA-ILA antes mencionado y por el efecto neto producido por el aumento de los pasivos financieros explicados por la colocación de bonos en 2016 por MMUS\$ 50,0 y el pago del crédito girado en 2015 con la sociedad matriz Quiñenco S.A. por MMUS\$ 30,0, registrado bajo Cuentas por pagar a entidades relacionadas, así como también por el traspaso a corrientes de ciertas provisiones no corrientes, mencionado en el párrafo anterior.

Al 31 de diciembre de 2016, el patrimonio disminuyó en MMUS\$ 44,4 con respecto al existente al 31 de diciembre de 2015. Esta variación se explica principalmente por la pérdida del ejercicio 2016 de MMUS\$ 23,3, por una disminución en Otras reservas de MMUS\$ 10,0, principalmente asociada a la participación de CSAV en los otros resultados integrales de HLAG, y por una disminución en la cuenta de Participaciones no controladoras de MMUS\$ 8,5 asociada a la venta de OyV. Lo anterior implica que al 31 de diciembre de 2016 la Compañía ya no posee activos ni pasivos consolidados con participaciones minoritarias.

b) Estado de Resultados

	al 31 de diciembre de 2016	al 31 de diciembre de 2015	Variación
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
Ingresos de actividades ordinarias	127,1	167,0	(39,9)
Costo de ventas	(120,0)	(164,2)	44,2
Ganancia bruta	7,1	2,8	4,3
Gasto de administración	(16,1)	(19,3)	3,2
Otros gastos e ingresos operacionales	16,1	3,7	12,4
Resultado de actividades operacionales	7,1	(12,8)	19,9
R.A.I.I.D.A.I.E. (EBITDA, sin participación en asociadas)	7,4	(8,3)	15,7
Gastos financieros netos	(3,8)	(3,4)	(0,5)
Participación asociadas y negocios conjuntos	(7,0)	(6,6)	(0,4)
Diferencia de cambio y otros no operacionales	(0,1)	2,4	(2,4)
Impuestos	(20,6)	6,1	(26,7)
Resultado después de impuestos, operaciones continuadas	(24,4)	(14,3)	(10,1)
Resultado después de impuestos, operaciones discontinuadas	2,1	(0,8)	2,9
Participaciones no controladoras	(1,0)	0,4	(1,4)
Resultado atribuible a los propietarios de la controladora	(23,3)	(14,7)	(8,6)

El **Resultado atribuible a la controladora** para el ejercicio 2016 ascendió a una pérdida de MMUS\$ 23,3, lo que representa un menor resultado de MMUS\$ 8,6 respecto al mismo período del año anterior.

El **Resultado de actividades operacionales**, ascendió a una utilidad de MMUS\$ 7,1 para el ejercicio 2016, lo que representa un mayor resultado de MMUS\$ 19,9 respecto al mismo período del año anterior. Este mayor resultado se explica en gran medida producto de la mejora observada en los resultados de la operación del negocio de transporte de automóviles durante el segundo semestre de 2016, y por el reverso de la provisión por MMUS\$ 12,5 por el caso NYSA-ILA mencionada anteriormente.

El Estado de Resultados de CSAV muestra que los **Ingresos de actividades ordinarias** alcanzaron MMUS\$ 127,1 en el ejercicio 2016, lo que representa una caída de MMUS\$ 39,9 respecto al ejercicio 2015. Esta caída se explica principalmente por el cierre de las operaciones de transporte de carga refrigerada a través de buques cámara, operación estacional de transporte de fruta que operó por última vez durante el primer semestre de 2015, por las menores tarifas de flete en el negocio de transporte de automóviles, y en menor medida, por la salida de CSAV del negocio de transporte de graneles sólidos ocurrida durante el tercer trimestre de 2015.

Por otro lado, la menor demanda y actividad por transporte de vehículos en los mercados de la costa oeste de Sudamérica han afectado negativamente la evolución de las tarifas de flete en los últimos dos años. Del mismo modo, las tarifas de flete se han visto presionadas a la baja por el efecto de la reajustabilidad de una parte de éstas a la variación del precio del combustible, que considerando la caída registrada en el precio promedio de dicho insumo durante el ejercicio, contribuyó también a la disminución de ingresos. Es importante destacar que a partir del segundo trimestre de 2016 se ha observado una moderada recuperación en los volúmenes de vehículos transportados, lo que podría significar una menor presión sobre las tarifas en los próximos trimestres, aunque se debe considerar que dichos volúmenes se encuentran aún bastante por debajo de los registrados en 2013.

El **Costo de Ventas** alcanzó a MMUS\$ 120,0 en el ejercicio 2016, lo que representa una disminución de MMUS\$ 44,2 respecto a igual periodo del año anterior. Esta disminución se explica por la ya mencionada salida de los negocios de carga refrigerada en buques cámara y de operación en los negocios de transporte de carga sólida a granel, así como por una estructura operacional en los servicios de transporte de vehículos más eficiente y acorde con la menor actividad del mercado. Adicionalmente, la caída en el Costo de ventas también se explica por el menor precio promedio del combustible observado durante 2016, el que cayó cerca de 33% comparado con igual periodo del año 2015. A pesar de esto, y como mencionado en el párrafo anterior, 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.

Los **Gastos de Administración** ascendieron a MMUS\$ 16,1 lo que representa una disminución de MMUS\$ 3,2 respecto a igual periodo del año anterior, lo que se explica principalmente como resultado del ajuste de la estructura administrativa de CSAV a la escala de sus negocios actuales, así como también por una mayor eficiencia en costos.

Por otra parte, los **Otros gastos e ingresos operacionales** ascendieron a MMUS\$ 16,1 durante 2016, explicados principalmente por el reverso de la provisión asociada al caso NYSA-ILA por MMUS\$ 12,5, descrita previamente.

Con respecto al resultado en las **Participación de asociadas y negocios conjuntos**, CSAV reconoció en 2016 una pérdida de MMUS\$ 7,0 en el rubro, la que se explica por la participación de CSAV en los resultados de HLAG, acorde a lo descrito en la sección a) del presente informe.

Acorde al método de registro contable aplica a un negocio conjunto según la NIIF (en inglés, IFRS), 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 sobre HLAG, determinado al cierre de la combinación de negocios en diciembre de 2014 (acorde con NIIF N° 3 y NIC N° 28).

HLAG reportó para el ejercicio 2016 una pérdida atribuible a los propietarios de la controladora de MMUS\$ 106,7 sobre la que CSAV debió reconocer una utilidad de MMUS\$ 84,3 asociada a la amortización de PPA correspondiente al ejercicio 2016. Respecto a dichos valores la Compañía aplicó su participación proporcional correspondiente al 31,35%. De esta forma, CSAV reconoció una pérdida de MMUS\$ 33,4 correspondiente a su participación directa en los resultados de HLAG y una utilidad de MMUS\$ 26,4 por su participación en la amortización de PPA, registrando una pérdida neta por su participación en los resultados de HLAG de MMUS\$ 7,0.

Durante 2016 CSAV reconoció un **Gasto por impuesto a las ganancias** de MMUS\$ 20,6, el que se explica principalmente por un cargo de MMUS\$ 17,2 asociado a un ajuste en la pérdida tributaria de arrastre, realizado durante el segundo trimestre de 2016 y explicado con mayor detalle en la sección a) de este informe y en la nota 21 de los presentes Estados Financieros Consolidados, y por el gasto por impuestos del período que proviene principalmente de los intereses asociados a la estructura de financiamiento dentro del Grupo CSAV necesaria para mantener la inversión en HLAG, como también fue explicado en la sección a) anterior.

De esta forma, el **Resultado atribuible a los propietarios de la controladora** registró una pérdida de MMUS\$ 23,3 a diciembre de 2016, lo que representa un menor resultado por MMUS\$ 8,6 respecto al mismo periodo del año anterior.

c) Resultado Operacional por Segmento

Al 31 de diciembre de 2016, 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 están bajo el control de CSAV (activo por impuestos diferidos, pasivos financieros para el financiamiento de la inversión y otros).

- Otros Servicios de Transporte: comprenden la operación de CSAV en los servicios de transporte de automóviles (*Car Carrier*) y los servicios de operación logística y de *freight forwarder* a través del grupo de subsidiarias Norgistics. Los servicios de transporte de graneles líquidos (OyV) formaron parte de este segmento hasta su disposición, por lo que sus resultados se presentan bajo el concepto de operaciones descontinuadas. Es importante destacar también que durante 2015 CSAV se retiró definitivamente del negocio de transporte de graneles sólidos, con la reentrega de la última nave arrendada, y de la operación de transporte de carga refrigerada en naves cámara, cuyos clientes comenzaron a ser atendidos a través de los servicios de Norgistics.

A continuación, se presenta la apertura del resultado por segmentos del ejercicio 2016 (más detalles en la Nota 6 de los presentes Estados Financieros Intermedios Consolidados):

Negocio Portacontenedores	al 31 de	al 31 de	Variación
	diciembre de 2016	diciembre de 2015	
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
Gasto de administración	(4,1)	(4,2)	0,1
Otros gastos e ingresos operacionales	12,5	5,6	6,9
Resultado Operacional	8,4	1,4	7,0
Gastos financieros netos	(4,1)	(3,6)	(0,5)
Participación asociadas y negocios conjuntos	(7,0)	(6,5)	(0,5)
Diferencia de cambio y otros no operacionales	-	3,3	(3,3)
Impuestos	(20,5)	(1,1)	(19,4)
Resultados después de impuestos	(23,2)	(6,6)	(16,6)
Resultado atribuible a la controladora	(23,2)	(6,6)	(16,6)

El segmento portacontenedores presentó para el ejercicio 2016 una pérdida de MMUS\$ 23,2 la que se explica principalmente por el resultado negativo en la inversión en HLAG por MMUS\$ 7,0 y por el gasto en impuestos asociado al ajuste de la pérdida tributaria y a la estructura de financiamiento de la inversión en HLAG por MMUS\$ 20,5 los que fueron compensados parcialmente por el reverso de la provisión asociada al caso NYSA-ILA por MMUS\$ 12,5, acorde a lo explicado en las secciones anteriores de este informe. Por último, se presentaron gastos financieros por MMUS\$4,1 millones explicado principalmente por el costo por intereses de los pasivos financieros asociados a la inversión en HLAG (Bonos y Crédito con Banco Itaú), y gastos de administración por MMUS\$ 4,1 asociados a la gestión y mantención de la inversión en HLAG.

Otros Servicios de Transporte	al 31 de diciembre de 2016	al 31 de diciembre de 2015	Variación
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
Ingresos de actividades ordinarias	127,1	167,0	(39,9)
Costo de ventas	(120,0)	(164,2)	44,2
Ganancia bruta	7,1	2,8	4,3
Gasto de administración	(12,0)	(15,1)	3,1
Otros gastos e ingresos operacionales	3,6	2,4	1,2
Resultado Operacional	(1,3)	(9,9)	8,6
Gastos financieros netos	0,3	0,2	0,1
Participación asociadas y negocios conjuntos	-	-	-
Diferencia de cambio y otros no operacionales	-	(1,0)	1,0
Impuestos	(0,1)	7,3	(7,4)
Resultados después de impuestos operaciones continuadas	(1,1)	(3,4)	2,3
Resultados después de impuestos operaciones descontinuadas	2,1	(0,8)	2,9
Participaciones no controladoras	(1,0)	0,4	(1,4)
Resultado atribuible a la controladora	(0,1)	(3,8)	3,7

Los otros servicios de transporte presentan para el ejercicio 2016 una pérdida de MMUS\$ 0,1, lo que representa un mejor resultado de MMUS\$ 3,7 respecto del mismo periodo del año anterior, explicado principalmente por un mayor margen bruto por MMUS\$4,3.

Es importante destacar que una porción relevante de la caída en los ingresos y en los costos de venta en 2016 se explica por la salida de CSAV de los negocios de operación de naves cámara para carga refrigerada y de graneles sólidos, que en conjunto explican una disminución del margen de MMUS\$ 2,6. Considerando aquello, este mejor resultado se explica principalmente por un mayor margen bruto en el negocio *Car Carrier*, producto de mayores eficiencias en costo y mayores volúmenes que permitieron superar el impacto de la baja en las tarifas de flete. Estas eficiencias se explican principalmente por una racionalización de los costos de flota a partir del segundo trimestre de 2016 y un aumento en la utilización de los buques, producto de un crecimiento moderado de los embarques de vehículos hacia la costa oeste de Sudamérica en los últimos dos trimestres del año y al éxito de las iniciativas comerciales de CSAV tendientes a aumentar su participación en el mercado local. Lo anterior permitió a la Compañía mejorar sustancialmente los resultados del segmento en 2016 con un efecto en el margen de alrededor de MMUS\$ 6,9.

2. Situación de Mercado

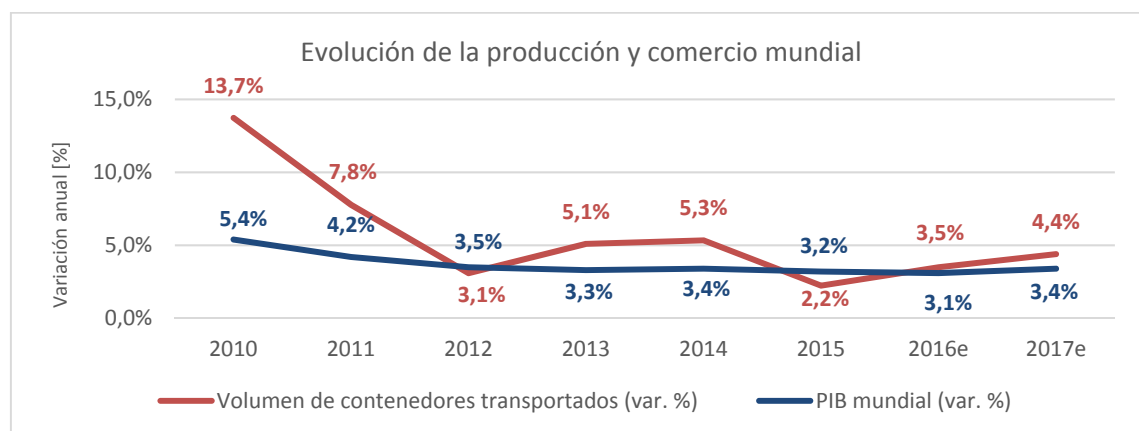
a) Segmento Portacontenedores

La Compañía participa en el negocio portacontenedores a través de la inversión en HLAG (contabilizado como negocio conjunto bajo el método de la participación). Si bien CSAV tiene influencia significativa y controla conjuntamente a HLAG con otros dos accionistas principales, dicho negocio conjunto posee 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 muy volátil y mayormente adversa, la cual se caracteriza por:

- **Debilidad de la economía mundial.**

En los últimos años se ha observado un menor crecimiento del PIB mundial que a principios de la década, así como también un menor crecimiento de los volúmenes transportados de contenedores, tal como se muestra en el gráfico presentado a continuación. Para 2016 se estima un crecimiento del PIB mundial de un 3,1%, el nivel más bajo alcanzado durante los últimos años. Sin embargo, las proyecciones de crecimiento del PIB mundial se estiman ligeramente al alza para los próximos años, gracias especialmente al repunte de la actividad económica en las economías emergentes. Para 2016 y 2017 se estima un crecimiento de la demanda de transporte de contenedores de 3,5% y 4,4% respectivamente, asociado a una mayor actividad comercial.



Fuente: Fondo Monetario Internacional - Perspectivas de la Economía Mundial Ene-17, Clarkson Research Mar-17.

Dentro de las economías emergentes destaca China, economía que ha superado levemente sus estimaciones para tercer trimestre de 2016, mejorado sus proyecciones de crecimiento y actividad para los próximos años. A pesar de estas proyecciones al alza, aún existe cierta

incertidumbre asociada a los efectos políticos y económicos del nuevo gobierno estadounidense, y a otros procesos en marcha como el Brexit, las elecciones en Francia y otros países de Europa y, en general, a un ambiente político mundial más crispado.

- **Sobreoferta de espacio.**

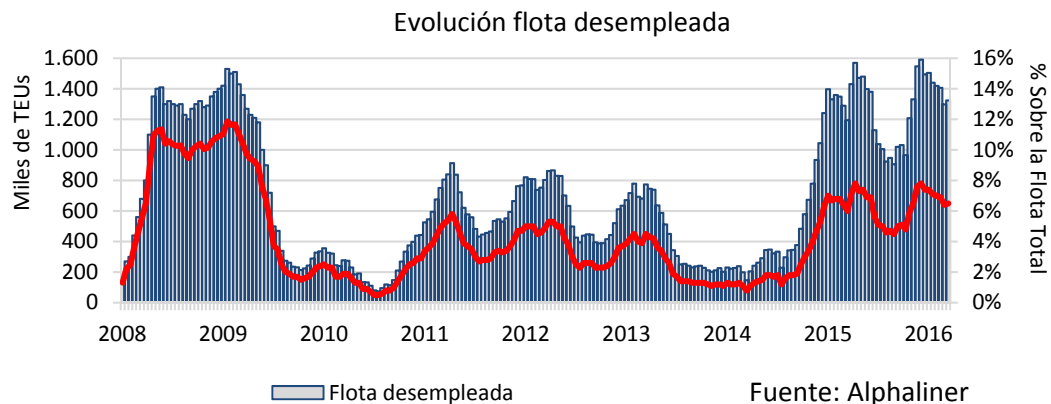
La sobreoferta en la capacidad instalada de la industria portacontenedores se generó a partir de la crisis de 2008-2009 y sigue teniendo impactos significativos en los mercados y en los operadores navieros. Desde entonces, la mayoría de las principales compañías navieras del mundo han tomado una serie de medidas muy relevantes para mejorar la condición de equilibrio entre oferta y demanda. Entre algunas de estas medidas se encuentran el cierre y reestructuración de servicios de transporte, la suspensión de viajes, la detención de parte de su flota, la reducción en la velocidad de navegación de los buques y el desguace de naves en desuso. Del mismo modo, y con creciente importancia, las compañías navieras han promovido acuerdos de operación conjunta, alianzas operacionales en los tráficos principales y mayor consolidación vía fusiones y adquisiciones.

Siguiendo esta línea, las órdenes de construcción están hoy relacionadas mayoritariamente a operadores navieros o a contratos de arrendamiento de muy largo plazo con dichos operadores y no, como ocurría hasta años recientes, principalmente a inversionistas y armadores navieros no operadores. Producto de ello, estas órdenes están hoy asociadas a un plan de crecimiento ordenado y en coordinación con los acuerdos de operación conjunta y alianzas en que dichas navieras operan.

Al 31 de diciembre de 2016 las naves en construcción alcanzan al 15,7% de la flota mundial en operación, según datos de Alphaliner. Esto es un reflejo de los esfuerzos de racionalización del crecimiento de la industria, en donde los indicadores de entrega de nuevas naves y generación de nuevas órdenes de construcción durante 2016, han disminuido drásticamente, y se encuentran hoy en niveles históricamente bajos.

Otro efecto relevante de destacar es la apertura de la ampliación del canal de Panamá, la cual se materializó en el mes de julio de 2016, que ha tenido un efecto relevante en el aumento de los niveles de desguace de naves que alcanzaron en 2016 niveles históricos, principalmente en el segmento Panamax, que corresponde a aquellas naves del máximo tamaño que podía circular por el antiguo canal.

Si bien estos esfuerzos han llevado a las compañías navieras a una mayor racionalización del uso de sus activos, en donde actualmente las órdenes de construcción se han estabilizado en niveles más razonables, el menor dinamismo de la demanda por transporte observado durante los últimos años ha seguido provocando una sobreoferta de capacidad. Un indicador de este fenómeno, además de las bajas tarifas de flete y volatilidad en éstas, es la flota detenida, la cual ha alcanzado durante 2016 niveles más altos comparado con años recientes y similares, en términos absolutos, a los observados durante la crisis de 2009.



Fuente: Alphaliner- Reporte Mensual Mar-17

Es importante destacar que en la actualidad dicha flota detenida corresponde principalmente a naves de tamaño entre 1.000 y 5.000 TEUs, muchas de ellas diseñadas para las especificaciones del antiguo canal de Panamá, y que están siendo reemplazadas por naves más eficientes y preparadas para el nuevo canal ya inaugurado. Por otra parte, la flota detenida al día de hoy es mayoritariamente de propiedad de inversionistas y no de los operadores navieros.

- **Baja rentabilidad y alta competencia en el mercado de transporte.**

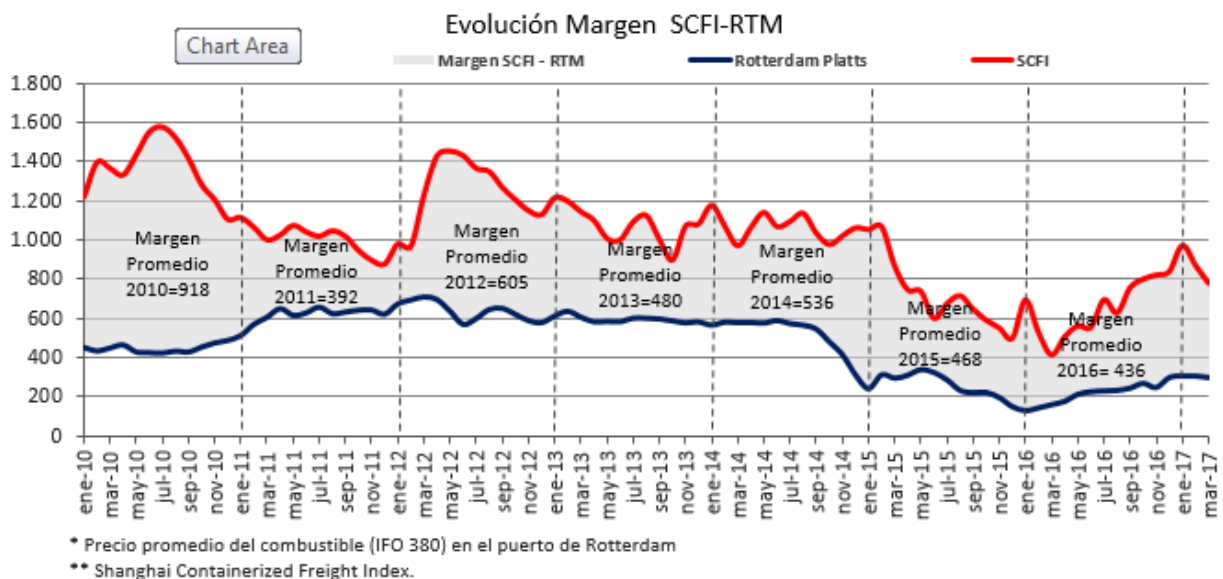
Las tarifas de flete, deducido el costo de combustible correspondiente (tarifas ex-bunker), para la mayoría de los tráficos continúan muy por debajo de los niveles históricos y bastante por debajo del nivel que la industria podría considerar hoy como un equilibrio sostenible. Durante el primer semestre de 2016, el índice SCFI alcanzó sus niveles más bajos luego de la crisis de 2009, y aunque luego de ello ha subido de forma significativa, se mantiene con una alta volatilidad en su evolución.

Lo anterior, sumado a una baja utilización de la capacidad instalada en la mayoría de los tráficos, producto de la sobreoferta, ha provocado bajos márgenes que han afectado significativamente la rentabilidad de la industria. Hanjin Shipping, la séptima naviera mundial por capacidad de arrastre, no pudo resistir más esta condición, viéndose obligada a declarar su quiebra y suspender por completo sus servicios durante el tercer trimestre de 2016. Esta quiebra generó una disrupción mayor en la cadena logística mundial dado el tamaño de Hanjin, con efectos significativos en la reorganización de servicios de la industria.

- **Alta volatilidad en el precio del combustible.**

El combustible es uno de los principales insumos de la industria. Hasta finales de 2014 se mantuvo en niveles muy altos mostrando desde entonces caídas significativas, al igual que ha ocurrido con otros "commodities". Durante el primer semestre de 2016 el precio del combustible se ha estabilizado, pero con una leve tendencia al alza, aunque todavía en niveles más bajos que los observados en años anteriores.

A pesar de lo anterior, la industria continúa avanzando en la racionalización del uso de sus recursos y en la optimización de sus operaciones, manteniendo el foco en la reducción de los costos operacionales, el aumento de la productividad y una mayor utilización de activos, como también en mejorar la eficiencia en el consumo de combustible, mediante la aplicación del “super slow steaming” (navegación muy lenta) y la modernización de la flota hacia naves más eficientes. Los principales operadores del mundo han impulsado en los últimos años planes de inversión en naves portacontenedores que buscan conjuntamente renovar su flota y adecuarse de mejor manera a los nuevos paradigmas de operación enfocados a aumentar la eficiencia, las economías de escala, y la reducción el consumo de combustible, como también de dotarse de naves adecuadas a las nuevas características del canal de Panamá. A fines de 2016 podría decirse que este proceso de cambio tecnológico está mayormente realizado, con todos los grandes operadores y alianzas operando una porción muy significativa de sus volúmenes en naves eficientes y de gran tamaño, lo que explica en gran medida la disminución de las nuevas órdenes y la reducción constante en el inventario de naves en construcción, explicado en los puntos anteriores.



Fuente: Shanghai Shipping Exchange, Índice del precio promedio del combustible tipo IFO 380 en el puerto de Rotterdam.

- **Una industria en proceso de consolidación.**

En la actualidad, aun cuando existe un número importante de participantes dentro de la industria portacontenedores, especialmente en el segmento de compañías de menor tamaño, se observa una creciente evolución hacia la consolidación. A la fusión del negocio portacontenedores de CSAV con Hapag-Lloyd, ocurrida a finales de 2014, se han sumado en los últimos años la adquisición de CCNI por Hamburg Süd, la fusión de COSCO con China Shipping, la adquisición de APL por CMA CGM y recientemente el anuncio de la fusión de las tres principales compañías navieras japonesas (K-Line, NYK y MOL), así como también la anunciada

compra de Hamburg Süd por parte de Maersk. Adicionalmente, a mediados de julio de 2016 HLAG comunicó al mercado la firma de un acuerdo de combinación de negocios (fusión) con la naviera árabe United Arab Shipping Company (UASC), que la posicionará nuevamente como la cuarta naviera a nivel mundial en términos de capacidad de arrastre.

Por otra parte, y como fue mencionado anteriormente, durante el tercer trimestre de 2016, Hanjin Shipping – la séptima compañía de transporte de contenedores medida en capacidad de arrastre a esa fecha – declaró su quiebra y el cese de sus servicios. Esta quiebra corresponde a la más grande que ha enfrentado la industria portacontenedores en toda su historia.

Luego de la materialización de todas estas transacciones y de la quiebra de Hanjin, se puede estimar que los diez principales operadores del mundo concentrarían cerca del 78% de la capacidad instalada, mientras que los primeros cinco mantendrían sobre el 58%. Por otra parte, los mayores cinco operadores alcanzarán niveles de economías de escala y tamaño muy superiores a los de los siguientes operadores, con el consiguiente efecto en sus costos y en el alcance de su red de servicios, poniendo mayor presión a estos últimos por buscar asociaciones que les permitan reducir sus costos.

Del mismo modo, durante los últimos años las compañías navieras han aumentado los acuerdos de operaciones conjuntas y alianzas operacionales con el fin de mejorar los niveles de servicio a sus clientes ampliando la cobertura de sus servicios, obteniendo a la vez economías de escala y economías de red muy significativas. Estos esfuerzos han sido enormemente relevantes y han permitido la formación de importantes alianzas operacionales globales.

Durante el primer semestre de 2016 se anunció una nueva estructura de alianzas navieras que implicó la reorganización de varios participantes de la industria, y que iniciará sus operaciones a partir del primer semestre de 2017. Lo principales cambios corresponden a la disolución de las alianzas Ocean Three, G6 y CKYHE, para dar forma a dos nuevas alianzas, Ocean Alliance y THE Alliance, esta última integrada por HLAG, además de la alianza 2M que mantendría su estructura de operación actual, pero incorporando a HMM como comprador de espacio. Estas tres nuevas alianzas operacionales concentrarán en promedio cerca del 90% de la capacidad de transporte en los principales tráficos de largo alcance Este-Oeste de la industria.

En resumen, la industria portacontenedores sigue presentando un desafiante escenario para todos sus participantes. La caída de las tarifas de flete promedio durante 2016, así como la alta volatilidad observada durante el año, se ha visto sólo parcialmente compensada por los menores precios del combustible. La industria continúa enfocada en el nuevo paradigma asociado a la optimización de los costos operacionales y a una operación colaborativa a través de las alianzas y acuerdos de operación conjunta, con además una creciente y muy dinámica evolución hacia la consolidación.

b) Segmento Otros Servicios de Transporte

Los distintos rubros de transporte naviero que operó CSAV de forma directa durante 2016, como el transporte de vehículos y su operación logística y de *freight forwarder*, a través de Norgistics, también se han visto afectados por la menor demanda mundial por transporte, exceso de oferta y volatilidad en el precio del combustible.

El negocio de transporte de vehículos a nivel global ha enfrentado también volatilidad en la demanda a partir de la crisis financiera de 2008-2009. La demanda mundial por transporte de vehículos está estrechamente vinculada a la situación económica de los distintos mercados de importación y a los cambios en los países productores. El menor dinamismo de la economía mundial se ha mantenido durante 2016, afectando la producción, el crecimiento de las exportaciones de vehículos y la demanda por transporte a nivel global.

CSAV transporta vehículos principalmente desde Asia, Europa y Estados Unidos hacia los mercados de la costa oeste de Sudamérica, siendo Chile y Perú los de mayor volumen. Estos últimos mercados están negativamente afectados por un menor dinamismo económico y por las también negativas expectativas de los consumidores respecto a las condiciones económicas imperantes.

En Chile, durante 2016 las ventas totales de vehículos livianos nuevos registraron un aumento de un 7,5% en comparación a igual periodo de 2015 (fuente: ANAC), recuperando con ello sólo una parte de lo perdido en los años anteriores. Sin embargo, las ventas de vehículos pesados y maquinaria siguen mostrando un débil comportamiento. Aunque todavía es prematuro, y sujeto a cierta volatilidad dado el desempeño de la economía local e internacional, el crecimiento en las ventas de vehículos livianos observado recientemente podría estar señalando al menos un cambio en la tendencia negativa observada desde 2014 en las importaciones totales de vehículos.

El negocio de operación logística y *freight forwarder* operado por Norgistics está estrechamente relacionado a la evolución de la actividad en el negocio de transporte de contenedores y a sus tarifas de flete, dado que en general se cobra una fracción de la tarifa por el servicio. Durante 2016 la situación de los mercados en las costas este y oeste de Sudamérica, principales mercados para CSAV en este negocio, han mantenido una evolución desfavorable producto del menor desempeño de las economías de esta región y una alta volatilidad de las tarifas de flete, que se han mantenido a la baja.

3. Análisis del Flujo de Efectivo

	al 31 de diciembre de 2016	al 31 de diciembre de 2015	Variación
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
Flujo procedente de actividades de operación	(16,7)	(26,1)	9,4
Flujos operacionales	(16,7)	(25,2)	8,5
Impuestos y otros	-	(0,9)	0,9
Flujo procedente de actividades de inversión	3,7	(32,4)	36,1
Compra y disposición de propiedades, planta y equipo	-	(2,9)	2,9
Compra y disposición de subsidiarias y asociadas	1,1	(29,7)	30,8
Flujos por venta de inversiones	2,4	-	2,4
Otros	0,2	0,2	-
Flujo procedente de actividades de financiamiento	15,2	67,5	(52,3)
Emisión de acciones	-	162,7	(162,7)
Obtención y pago de préstamos empresas relacionadas	(30,0)	30,0	(60,0)
Pago de préstamos	(0,7)	(165,9)	165,2
Importes procedentes de préstamos	49,9	44,7	5,2
Pago de intereses	(3,5)	(3,2)	(0,3)
Dividendos pagados y otros	(0,5)	(0,8)	0,3
Efecto de variación por tipo de cambio	-	(2,3)	2,3
Flujo de efectivo y equivalentes al efectivo	2,2	6,7	(4,5)

Las principales variaciones del flujo de efectivo correspondiente a cada ejercicio se explican a continuación.

La variación neta de la cuenta Efectivo y equivalentes al efectivo, entre el 31 de diciembre de 2015 y el 31 de diciembre de 2016, fue positiva en MMUS\$ 2,2, lo que representa una disminución de MMUS\$ 4,5 respecto al mismo período del año anterior.

El flujo procedente de actividades de operación fue negativo en MMUS\$ 16,7 durante el 2016, lo que representa una mejora de MMUS\$ 9,4 respecto al mismo período del año anterior. El flujo acumulado a diciembre de 2016 se explica principalmente por las pérdidas de las actividades operacionales (netas del reverso de la provisión asociada al caso NYSA-ILA) y por los desembolsos derivados de las investigaciones de las autoridades de libre competencia en el negocio de transporte de vehículos que alcanzaron a MMUS\$ 5,1 durante 2016. Estos últimos pagos estaban provisionados o bien ya se habían devengado y contabilizado como cuentas por pagar al cierre de 2015, no afectando de esta forma el resultado del período, pero sí el flujo operacional.

El flujo procedente de actividades de inversión fue positivo en MMUS\$ 3,7 al 31 de diciembre de 2016, lo que representa una mejora de MMUS\$ 36,1 respecto al mismo período del año anterior. El flujo acumulado a diciembre de 2016 se explica principalmente por la venta de participaciones no controladoras que la Compañía mantenía en ciertas sociedades, registradas como inversiones financieras en el rubro Otros activos financieros del Estado de Situación Financiera Consolidado, y la venta de participaciones en negocios conjuntos asociados al negocio de transporte de graneles líquidos. La principal variación positiva respecto a 2015 se produce por la inversión de MMUS\$ 29,7 de CSAV en HLAG en ese año, en el marco de aumento de capital realizado dentro del proceso de apertura de ésta a la bolsa de valores en Alemania (IPO, por sus siglas en inglés).

El flujo procedente por actividades de financiamiento fue positivo en MMUS\$ 15,2 durante el 2016, lo que representa una disminución de MMUS\$ 52,3 respecto al mismo período del año anterior. El flujo acumulado a diciembre de 2016 se explica principalmente por el efecto neto producido por la colocación de bonos en 2016 por MMUS\$ 50,0 y el pago del crédito girado en 2015 con la sociedad matriz Quiñenco S.A. por MMUS\$ 30,0, registrado bajo Cuentas por pagar a entidades relacionadas, neto del pago de intereses en el ejercicio por MMUS\$ 3,5 y de otras salidas de caja.

4. Análisis de los Riesgos de Mercado

La inversión que la Compañía mantiene en HLAG es hoy su principal activo (81,7% del total de activos al 31 de diciembre de 2016), por lo que aunque los riesgos de mercado del negocio portacontenedores no se reflejan directamente en los flujos de efectivo de CSAV sí lo hacen indirectamente puesto que dichos efectos afectan los resultados de HLAG y con ello el valor de la inversión que CSAV mantiene en dicho negocio conjunto, como a la vez, el flujo esperado de dividendos y sus necesidades de capital. Por esta razón, y aun cuando CSAV aportó a HLAG la totalidad de su operación de portacontenedores mediante la combinación de negocios realizada en 2014, los principales riesgos de negocio siguen siendo aquellos relacionados con la industria de transporte de contenedores.

Como ha sido mencionado en informes previos y en los presentes Estados Financieros Consolidados, HLAG posee una administración independiente que administra y controla sus riesgos en forma autónoma y de acuerdo a los estándares de una sociedad abierta y regulada en Alemania.

Por otro lado, los principales riesgos que enfrenta la Compañía en el desarrollo de sus negocios de operación directa (segmento de otros servicios de transporte) provienen principalmente de una disminución en la demanda por transporte marítimo, de un aumento en la oferta de espacio o capacidad de transporte, de una caída en las tarifas y de un aumento en el precio del petróleo. Otros riesgos que pueden afectar a la industria son el aumento de la competencia por volumen, 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 proyectan una positiva evolución del producto interno bruto mundial para los próximos años, estimándose un crecimiento de un 3,4% para 2017, por lo que en términos de demanda no se proyectan cambios importantes en el corto plazo; adicionalmente, para Sudamérica se proyecta una mejora en su bajo crecimiento actual. Por otra parte, el FMI proyecta que durante 2016 el comercio mundial (productos y servicios) crecerá un 3,8% en 2017 versus un 1,9% en 2016, lo que parece confirmar un mejor escenario de crecimiento en volúmenes transportados para el próximo año.

Respecto a la oferta, existe el riesgo de que las nuevas construcciones de naves provoquen que la oferta de transporte marítimo sobrepase la demanda futura, aumentando el desbalance entre oferta y demanda y la presión sobre las tarifas de flete, aunque hoy el inventario de naves en construcción está en niveles históricamente bajos.

Por otro lado, en el negocio de transporte de vehículos 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 en naves Roll-on-Roll-off ("RO-RO").

Adicionalmente, el precio del combustible ha mostrado una disminución muy importante desde el tercer trimestre de 2014, sin embargo, éste sigue presentando volatilidad y no existe certeza de su evolución futura. De forma de mitigar este riesgo, una parte de las ventas de flete se reajustan con la variación del precio del combustible, y para aquellas ventas a precio fijo o porciones no cubiertas por dicho ajuste, se contratan coberturas de precio de combustible descritas con mayor detalle en la Nota 5 de los presentes Estados Financieros Consolidados.

Respecto al riesgo de variabilidad de la tasa de interés, actualmente la Compañía mantiene sólo una parte de sus pasivos financieros a tasas variables indexadas a la tasa Libor, la que sigue manteniéndose en niveles bajos y estables, aunque la curva futura muestra una leve tendencia al alza. La Compañía no tiene derivados para cubrir la variación de la tasa Libor.

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 2016 existen ciertos activos y pasivos en otras monedas cuales se detallan en la Nota 33 de los presentes Estados Financieros Consolidados. Al 31 de diciembre de 2016 CSAV no mantiene coberturas de tipo de cambio, y gestiona el riesgo de variación de tipo de cambio sobre el capital de trabajo convirtiendo periódicamente a dólares estadounidenses cualquier saldo en moneda local que exceda las necesidades de pago en esa moneda.

5. Índices Financieros

Los principales indicadores financieros al 31 de diciembre de 2016 son los siguientes:

a) Índice de Liquidez

Índices de Liquidez		al 31 de diciembre de 2016	al 31 de diciembre de 2015
Liquidez Corriente	=	$\frac{\text{Activos Corrientes}}{\text{Pasivos Corrientes}}$	1,521 / 1,308
Razón Ácida	=	$\frac{\text{Efectivo y equivalentes al Efectivo}}{\text{Pasivos Corrientes}}$	0,987 / 0,855

- **Liquidez Corriente:** Este índice aumenta respecto a diciembre de 2015, debido a un aumento de los activos corrientes (MMUS\$ 4,0) y por una disminución de los pasivos corrientes (MMUS\$ 5,9).
- **Razón Ácida:** Este índice aumenta respecto a diciembre de 2015, debido al incremento del efectivo (MMUS\$ 2,2) y a una disminución de los pasivos corrientes (MMUS\$ 5,9).

b) Índice de Endeudamiento

Índices de Endeudamiento		al 31 de diciembre de 2016	al 31 de diciembre de 2015
Endeudamiento	=	$\frac{\text{Pasivos Totales}}{\text{Patrimonio}}$	0,081 / 0,085
Endeudamiento de Corto Plazo	=	$\frac{\text{Pasivos Corrientes}}{\text{Pasivos Totales}}$	0,342 / 0,351
Endeudamiento de Largo Plazo	=	$\frac{\text{Pasivos No Corrientes}}{\text{Pasivos Totales}}$	0,658 / 0,649
Cobertura Gastos Financieros	=	$\frac{\text{Resultado antes de Impuestos e Intereses}}{\text{Costos Financieros}}$	-0,083 / 4,474

- **Endeudamiento:** Este índice disminuye levemente en relación a diciembre de 2015, debido a la disminución del patrimonio (MMUS\$ 13,1) compensado parcialmente una disminución de los pasivos totales (MMUS\$ 44,5).

- **Endeudamiento de Corto Plazo:** Este índice disminuye respecto a diciembre de 2015, debido a la disminución de los pasivos corrientes (MMUS\$ 5,9) y compensado parcialmente por una disminución de los pasivos totales (MMUS\$ 13,1).
- **Endeudamiento de Largo Plazo:** Este índice aumenta levemente respecto a diciembre de 2015 debido a una disminución de los pasivos totales (MMUS\$ 13,1), compensado parcialmente por una disminución de los pasivos no corrientes (MMUS\$ 7,2).
- **Cobertura de Gastos Financieros:** Este índice disminuye en relación a diciembre de 2015, tornándose negativo, debido al registro de utilidades asociadas al resultado antes de impuestos e intereses (mejora de MMUS\$ 17,0), y por mayores costos financieros (MMUS\$ 0,4).

b) Índice de Rentabilidad

Índices de Rentabilidad		al 31 de diciembre de 2016	al 31 de diciembre de 2015
Rentabilidad del Patrimonio	= $\frac{\text{Resultado Controladora}}{\text{Patrimonio Promedio}}$	-0,011	-0,007
Rentabilidad del Activo	= $\frac{\text{Resultado Controladora}}{\text{Activos Promedio}}$	-0,011	-0,007
Rendimiento Activos Operacionales	= $\frac{\text{Resultado de Actividades Operacionales}}{\text{Activos Operacionales Promedio}^*}$	0,004	-0,007
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	= $\frac{\text{Resultado Controladora}}{\text{Número de Acciones}}$	-0,0008	-0,0005
Valor Bursátil de la Acción (en pesos chilenos)		17,5	13,7

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

- **Rentabilidad del Patrimonio:** el indicador disminuye en relación a diciembre de 2015, debido a un menor resultado del ejercicio (MMUS\$ 8,7), y un aumento en el patrimonio promedio (MMUS\$ 53,3).
- **Rentabilidad del Activo:** Este índice disminuye en relación diciembre de 2015, debido a un menor resultado del ejercicio (MMUS\$ 8,7), compensado parcialmente con un menor activo promedio (MMUS\$ 21,2).

- **Rendimiento Activos Operacionales:** El índice aumenta en relación a diciembre de 2015, tornándose positivo, debido a un mejor resultado operacional (MMUS\$ 19,9) y a menores activos operacionales promedio (MMUS\$ 11,9).
- **Retorno de Dividendos:** Este índice se mantiene constante producto que no se han entregado dividendos durante los ejercicios 2015 y 2016.
- **Resultado por Acción:** La utilidad por acción respecto a diciembre de 2015 cae producto de un menor resultado (MMUS\$ 8,7).
- **Valor bursátil de la acción:** El valor de la acción aumenta un 27% relación a diciembre de 2015.

d) Índice de Actividad

Índices de Actividad		al 31 de diciembre de 2016	al 31 de diciembre de 2015	
Rotación de Inventario	=	$\frac{\text{Costo de Combustible}}{\text{Inventario Promedio}}$	4,643	7,371
Permanencia de Inventarios	=	$\frac{\text{Inventario Promedio} * 360}{\text{Costo de Combustible}}$	77,538	48,841

- Rotación de Inventario: Al 31 de diciembre de 2016 hay una baja del indicador respecto a diciembre 2015, debido a un menor costo de combustible y a un menor inventario promedio.
- Permanencia de Inventario: Al 31 de diciembre de 2016 hay un aumento del indicador respecto diciembre de 2015.