

## ANÁLISIS RAZONADO

En base a los Estados Financieros Consolidados  
al 31 de diciembre de 2017

COMPAÑÍA SUD AMERICANA DE VAPORES S.A. Y SUBSIDIARIAS



## INDICE DE CONTENIDO

<b>1. Análisis de la Situación Financiera .....</b>	<b>2</b>
a) Estado de Situación Financiera .....	2
b) Estado de Resultados .....	9
c) Resultado Operacional por Segmento.....	12
<b>2. Situación de Mercado .....</b>	<b>15</b>
a) Segmento Portacontenedores .....	15
b) Segmento Otros Servicios de Transporte.....	22
<b>3. Análisis del Flujo de Efectivo .....</b>	<b>23</b>
<b>4. Análisis de los Riesgos de Mercado .....</b>	<b>25</b>
<b>5. Índices Financieros .....</b>	<b>27</b>
a) Índice de Liquidez.....	27
b) Índice de Endeudamiento .....	27
b) Índice de Rentabilidad .....	28
d) Índice de Actividad.....	29

## 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 2017	al 31 de diciembre de 2016	Variación
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
Activos corrientes	68,8	84,2	(15,4)
Activos no corrientes	2.197,2	2.084,0	113,2
<b>Total activos</b>	<b>2.266,0</b>	<b>2.168,2</b>	<b>97,8</b>

Pasivos y Patrimonio	al 31 de diciembre de 2017	al 31 de diciembre de 2016	Variación
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
Pasivos corrientes totales	38,6	55,3	(16,7)
Pasivos no corrientes	109,9	106,4	3,5
Patrimonio controladora	2.117,5	2.006,5	111,0
<b>Total pasivos y patrimonio</b>	<b>2.266,0</b>	<b>2.168,2</b>	<b>97,8</b>

Al 31 de diciembre de 2017, los activos totales aumentaron en MMUS\$ 97,8 con respecto a los existentes al 31 de diciembre de 2016. Esta variación se explica por el incremento de MMUS\$ 113,2 en los activos no corrientes, compensado en parte por una disminución de MMUS\$ 15,4, en los activos corrientes, lo que se explica a continuación.

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, durante el cuarto trimestre de 2017 la Compañía decidió dejar de operar su negocio de transporte logístico y de freight forwarder, por lo que en los estados financieros al 31 de diciembre de 2017 los activos y pasivos de las filiales asociadas a este negocio se han reclasificado como activos y pasivos mantenidos para la venta. Adicionalmente, con fecha 13 de diciembre de 2017, la Compañía materializó la venta a terceros de su participación (100%, directa e indirectamente) en su filial Norgistics Chile S.A., desprendiéndose con ello de la operación de su negocio logístico y de freight forwarder en Chile. Esto implicó la desconsolidación, por pérdida de control, de los activos y pasivos asociados a esta filial en los presentes Estados Financieros Consolidados al 31 de diciembre de 2017.

Respecto a los resultados al 31 de diciembre de 2017 asociados al negocio logístico y de freight forwarder, estos se presentan como operaciones descontinuadas, re expresándose los resultados al 31 de diciembre de 2016, acorde a las disposiciones de la NIIF N°5.

Cabe recordar que, 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. Producto de aquello, al 31 de diciembre de 2016 la Compañía ya no poseía activos ni pasivos asociados a la unidad de negocios de graneles líquidos, presentándose sus resultados referentes al periodo 2016 como operaciones descontinuadas, en conjunto con las operaciones del negocio logístico y de freight forwarder, según lo mencionado en párrafos anteriores.

La disminución de MMUS\$ 15,4 en los activos corrientes se explica principalmente por una disminución en las cuentas Efectivo y equivalentes al efectivo y en menor medida producto de la desconsolidación de la filial Norgistics Chile S.A., viéndose afectados principalmente los rubros de Activos por impuestos y Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, y por la disminución de los rubros de Inventarios y los Otros activos financieros, producto de las naves que al 31 de diciembre de 2016 se encontraban en operación pero en proceso de posicionamiento para su re-entrega, como también por menores coberturas de combustibles, respectivamente. Esta disminución fue parcialmente compensada por la reclasificación de activos no corrientes a activos mantenidos para la venta.

Por otra parte, el aumento de MMUS\$ 113,2 en los activos no corrientes se explica principalmente por un aumento de MMUS\$ 160,6 en la cuenta de Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación, compensado por una disminución de MMUS\$ 46,2 en la cuenta de Activos por impuestos diferidos, variaciones que se explican detalladamente a continuación.

La variación en la cuenta Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación durante 2017 está asociada principalmente a la inversión que CSAV mantiene en la naviera alemana Hapag-Lloyd AG (en adelante HLAG), explicándose esta variación por los siguiente efectos: (i) un incremento registrado bajo el concepto de Movimiento de capital por MMUS\$ 293,7 producto de la inversión adicional realizada en HLAG durante el ejercicio, (ii) una disminución asociada a la pérdida registrada bajo el rubro Participación de asociadas y negocios conjuntos del estado de resultados por MMUS\$139,5, que a su vez se compone de: una pérdida por el efecto contable de la dilución en el valor de la inversión en HLAG de MMUS\$ 167,2 registrada durante el segundo trimestre de 2017; una utilidad de MMUS\$14,8 asociada al *badwill* producido por la adquisición de un 2,89% adicional de HLAG en el cuarto trimestre del año; una utilidad de MMUS\$11,3 producto del efecto de amortización de los PPA sobre el resultado de HLAG; y una utilidad de MMUS\$1,6 provenientes de la participación directa de CSAV sobre los resultados de

HLAG, acorde a su porcentaje de participación sobre ésta al cierre de cada trimestre; (iii) un incremento de MMUS\$ 9,5 por la participación de CSAV en los otros resultados integrales (OCI) de HLAG durante el ejercicio; y (iv) una disminución de MMUS\$ 3,0 por la participación de CSAV en otros cambios patrimoniales de HLAG. En el cuadro adjunto se presenta un resumen de estos movimientos.

Detalle de movimientos de la Inversión de CSAV en HLAG	Al 31 de diciembre de 2017
	MM US\$
<b>Saldo al 31 de diciembre de 2016</b>	<b>1.771,6</b>
Participación en resultados de HLAG	1,6
Efectos de PPA en resultados	11,3
Resultado por adquisición de participación	14,8
Pérdida por dilución	(167,2)
Total de participación en resultados de asociadas	(139,5)
Participación en otros resultados integrales	9,5
Otros cambios patrimoniales	(3,0)
Movimientos de capital	293,7
<b>Saldo al término del período</b>	<b>1.932,3</b>

A continuación, se explica en detalle cada uno de los efectos principales que afectaron el valor contable de la inversión de CSAV en HLAG durante el ejercicio 2017.

La pérdida por dilución y la disminución de la participación de CSAV en HLAG durante el segundo trimestre de 2017 se debió al de cierre de la combinación de negocios entre HLAG y United Arab Shipping Company (en adelante UASC) el 24 de mayo de 2017, convirtiéndose así HLAG en la quinta naviera portacontenedores más grande del mundo, estimando la administración de HLAG que esta fusión generará sinergias anuales de MMUS\$ 435, viéndose una fracción de éstas ya reflejada en 2017, y llegando al cien por ciento de realización en el año 2019.

Con el cierre de la transacción, Hapag-Lloyd adquirió el 100% de las acciones de UASC, mientras que los accionistas de UASC ingresaron a la propiedad de la naviera alemana recibiendo, en su conjunto, acciones por un 28% de la empresa combinada. Por lo anterior, los anteriores accionistas de Hapag-Lloyd vieron reducida su participación en la empresa. Por su parte, CSAV se mantuvo como el principal accionista de HLAG, manteniendo el pacto de accionistas vigente con la Ciudad de Hamburgo y Kühne Maritime, y de esta forma, el control conjunto de HLAG con un 51,5% de participación post-fusión.

En consideración a las significativas sinergias que esta fusión ha generado y seguirá generando para Hapag-Lloyd, estimadas, como ya fue señalado, en MMUS\$ 435 anuales, principalmente asociadas a mayores eficiencias y economías de escala en su flota y red de servicios (*network*), sumadas una

mayor globalización y diversificación de sus rutas, entre otros, la combinación de negocios con UASC se presenta como una operación de alto valor económico para la Compañía. El efecto de la flota aportada por UASC y las sinergias sobre la estructura de costos de HLAG, le permitirá a ésta mejorar ostensiblemente su costo por contenedor transportado, y con ello, su desempeño relativo respecto a sus principales competidores. Lo anterior es especialmente importante en los principales tráficos Este-Oeste (hacia y desde Asia), en donde el nuevo tamaño de flota de HLAG le permitirá competir exitosamente con las mayores navieras mundiales en el segmento de buques de gran tamaño, en el que HLAG no participaba con flota propia hasta antes de la fusión.

En atención a lo anteriormente descrito, la pérdida por dilución de MMUS\$ 167,2 al cierre de la fusión no se produce por un detrimento en el valor económico de la inversión de CSAV en HLAG, sino que producto de las metodologías de registro contable y de valorización definidas en la norma contable *IFRS* bajo NIIF N°3 y NIIF N°13. En éstas se define que los activos adquiridos en una combinación de negocios deben identificarse uno a uno y registrarse a su valor razonable, pero excluye de esta valorización a las sinergias adquiridas en una fusión, dado que éstas solo pueden reflejarse contablemente mediante la figura del mayor valor pagado o *goodwill*. A la vez, la NIIF N°13 define que, para una compañía abierta en bolsa como lo es HLAG, la emisión de acciones se debe registrar al valor bursátil de ésta al día de suscripción. Por ende, el efecto combinado de estas dos definiciones contables implica que, salvo que el valor bursátil de la acción antes de la fusión ya refleje el valor presente de las sinergias, no es posible considerarlas como parte del valor contable adquirido.

En el caso de la fusión de HLAG y UASC, siendo las sinergias el fundamento y razón principal de haber acordado y concretado dicha transacción, el que no puedan ser reflejadas en el valor adquirido, por las razones anteriormente expuestas, implica una diferencia significativa entre la valorización contable definida en la norma y la valorización económica que realizan las partes que acuerdan la transacción. Solo a modo de referencia y haciendo un cálculo sencillo respecto al valor presente de las sinergias, usando un múltiplo de x7 sobre su valor anual estimado, obtenemos un valor cercano a US\$ 3 mil millones para HLAG, que al considerar una participación de un 22,6% de éste para CSAV permite evaluar desde una perspectiva económica el potencial valor de las sinergias de la mencionada fusión. Para mayores detalles respecto a la combinación de negocios y sus efectos contables, referirse a la nota 40 de los presentes Estados Financieros Consolidados.

Producto

Durante el cuarto trimestre de 2017, y como parte de los acuerdos previamente estipulados en el BCA que apuntaban a fortalecer la estructura financiera de la compañía combinada, Hapag-Lloyd realizó un aumento de capital con suscripción preferente para todos los accionistas, en donde se colocaron 11.717.353 nuevas acciones a un precio de suscripción de EUR 30 por acción, por medio de la cual concretó una recaudación total de MMUS\$ 414. Las nuevas acciones de pago fueron ofrecidas en la bolsa en Alemania durante el periodo contemplado entre el 2 y el 17 de octubre de

2017. Hapag-Lloyd, por su parte, utilizó íntegramente los fondos recaudados para reducir y pagar deuda financiera, lo que le permitió mejorar sus niveles de endeudamiento y reducir su costo financiero hacia adelante.

Con anticipación al cierre de la transacción, CSAV, la Ciudad de Hamburgo y Kühne habían acordado que, a través de dicha capitalización, la empresa chilena alcanzaría una participación de 25% en Hapag-Lloyd, con lo cual podría seguir influyendo decisivamente en la adopción de acuerdos en juntas de accionistas en materias fundamentales de la empresa, como aumentos de capital, fusiones, divisiones y modificaciones de estatutos, todas las cuales requieren un quórum de aprobación de 75%. Al cierre del aumento de capital de HLAG, y habiendo suscrito un 54,3% de éste, CSAV alcanzó una participación del 24,7%. Sin embargo, el 30 de octubre de 2017 la Compañía completó la compra de acciones adicionales de Hapag-Lloyd a Kühne Maritime, lo que le permitió elevar su participación en la naviera alemana a un 25% de su capital accionario con derecho a voto, consolidando su posición de principal accionista de la firma.

De forma paralela al proceso de aumento de capital en HLAG previamente indicado, y con el fin de dotar a CSAV de la liquidez necesaria para participar del dicho aumento de capital y alcanzar una participación de al menos 25% en ésta, la Compañía inició un aumento de capital en Chile, el cual consideró la emisión de 6.100 millones nuevas acciones a un precio de CLP 30,55 por acción. Este proceso se llevó a cabo exitosamente entre el 10 de octubre y el 22 de noviembre de 2017, con una suscripción del 100% de las nuevas acciones emitidas y una recaudación de MMUS\$ 294,4, donde un 98,2% del total de la colocación (cerca de MMUS\$ 289) fue suscrito durante el primer periodo de opción preferente.

Para definir adecuadamente los requerimientos de capital necesarios y minimizar los efectos de tipo de cambio entre EUR, USD y CLP, la Compañía decidió iniciar su aumento de capital en Chile una vez ya definidos el precio la de acción y la recaudación total esperada de HLAG. Sin embargo, debido a que los plazos definidos por la regulación chilena en la realización de un aumento de capital son mayores que los exigidos por la regulación alemana, el proceso de aumento de capital en CSAV se extendió más allá del plazo de término del aumento de capital de HLAG, y también de la compra de acciones adicionales a Kühne Maritime. Por lo anterior, CSAV financió estas operaciones con la recaudación obtenida de la suscripción de las prorratas correspondientes a los accionistas controladores de la Compañía, los cuales fueron aportados al inicio del primer período de opción preferente, y con dos créditos puente por un total de MMUS\$ 120 otorgados por bancos comerciales, siendo pagados posteriormente con el remanente de fondos recaudado al finalizar el proceso de aumento de capital.

Como fue mencionado, tras alcanzar el 25% de participación en la propiedad de la naviera alemana CSAV logró terminar durante el mes de noviembre su aumento de capital recaudando una cifra de MMUS\$294,4, la cual implicaba una holgura de aproximadamente MMUS\$31 respecto al monto



invertido en HLAG a la fecha, que se agregaría al capital de trabajo de libre disposición de CSAV. En consideración a lo anterior, el Directorio de CSAV definió destinar estos recursos remanentes a adquirir nuevas acciones de HLAG, con lo que al 6 de diciembre de 2017 la Compañía adquirió un 0,46% adicional, alcanzando con ello un 25,46% de participación en HLAG, cifra que mantuvo hasta el cierre de los presentes Estados Financieros Consolidados. Con ello, la cifra total destinada durante el ejercicio a adquirir nuevas acciones de HLAG ascendió a MMUS\$293,7.

De acuerdo con lo indicado previamente, durante el cuarto trimestre de 2017 CSAV incremento su participación en la propiedad de HLAG desde un 22,58 a un 25,46%, participación obtenida tras su suscripción del aumento de capital de HLAG, sumado a la compra de acciones adicionales antes mencionada. Los fondos utilizados por CSAV para suscribir su prorrata en el aumento de capital de HLAG ascendieron a MMUS\$ 94,0, considerando los derechos de suscripción propios que obtuvo la Compañía a un precio de EUR 30 por cada nueva acción. Por otra parte, el incremento de 2,88% en la participación en HLAG tuvo un costo de MMUS\$ 199,7, los cuales completan el total de MMUS\$293,7 invertidos en nuevas acciones de HLAG durante el ejercicio. El costo de inversión total anteriormente señalado se registró dentro de los movimientos de la inversión en HLAG bajo el concepto de Movimientos de capital, aplicando luego sobre la porción asociada a la compra del 2,88% adicional un análisis de asignación del precio de compra (Purchase Price Allocation o PPA), acorde a lo que se explica en el siguiente párrafo.

Acorde a las disposiciones de la NIC N° 28, CSAV encargó a PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft (PwC Alemania) un informe de PPA mediante el cual se determinó un valor razonable de los activos netos identificables adquiridos en la compra del 2,88% adicional que asciende a un valor razonable de MMUS\$214,5, y que al compararse con el costo antes mencionado de MUS\$199,7 otorgan un menor valor pagado o *badwill* ascendiente a MUS\$14,8, el que acorde a las disposiciones de la NIC N°28 y la NIIF N°3 se reconoce directamente como una utilidad en los resultados de CSAV. Esta utilidad por menor valor pagado o *badwill* se encuentra registrada en el rubro "Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos" del Estado Consolidado de Resultados Integrales, y se encuentra separada de la participación directa en los resultados de HLAG en la tabla explicativa y en la Nota 15 de los presentes Estados Financieros Consolidados bajo el concepto de Resultado por adquisición de participación.

Mayores detalles respecto al saldo contable de la inversión de CSAV en HLAG y al movimiento de ésta durante el ejercicio 2017, así como también respecto a la combinación de negocios entre HLAG y UASC, pueden encontrarse en las Notas 15 y 40 de los presentes Estados Financieros Consolidados.

Continuando con la descripción de las principales variaciones en los activos no corrientes, la disminución en la cuenta Activos por impuestos diferidos de MMUS\$ 46,2 se explica principalmente por la apreciación del Euro, dada la estructura de financiamiento en Euros existente



dentro del Grupo CSAV para financiar la inversión en HLAG. Durante el 2017, el efecto neto de la variación del tipo de cambio Euro-Dólar y de 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. Adicionalmente, aunque en un muy menor grado, este rubro se vio reducido por la desconsolidación de la filial Norgistics Chile S.A y por la reclasificación de ciertos activos a Activos mantenidos para la venta, indicado previamente.

Al 31 de diciembre de 2017 los pasivos disminuyeron en MMUS\$ 13,2 con respecto a los existentes al 31 de diciembre de 2016. Esta variación se explica por una disminución de MMUS\$ 16,7 en los pasivos corrientes, compensado parcialmente por un aumento de MMUS\$ 3,5 en los pasivos no corrientes.

La disminución de MMUS\$ 16,7 en los pasivos corrientes se explica principalmente por la variación de la cuenta Otras provisiones corrientes por MMUS\$ 19,1, la cual se explica en mayor medida por una utilización de la provisión asociada a los costos relacionados al cierre, en diversas jurisdicciones, de las investigaciones de las autoridades de libre competencia en el negocio de transporte de vehículos y por la reclasificación a no corriente de parte del saldo existente dadas las mayores certidumbres de los requerimientos a corto plazo, una disminución en contratos onerosos y a una utilización de otras provisiones asociadas a gastos operacionales y administrativos. Adicionalmente, las Cuentas por pagar con entidades relacionadas disminuyeron al 31 de diciembre de 2017 en relación a lo registrado en 2016 por MMUS\$ 1,7, disminución que se explica principalmente por el cambio de ciertos proveedores de servicios marítimos en el negocio de transporte de vehículos y por la desconsolidación de la filial Norgistics Chile S.A. de los Estados Financieros Consolidados al 31 de diciembre de 2017.

Lo anterior, se compensa parcialmente por un aumento en Cuentas comerciales y otras cuentas por pagar y Otros pasivos no financieros corrientes, por un efecto neto MMUS\$ 2,8, el cual incluye el efecto de desconsolidación de la filial Norgistics Chile S.A. y la reclasificación de pasivos a Pasivos mantenidos para la venta, explicados previamente. Excluyendo estos efectos, este aumento menor se explica principalmente por una mayor compra y arriendo de espacio a otras compañías navieras (compra de *slot*) y por un mayor devengo de ingresos asociados a viajes en curso.

El aumento de MMUS\$ 3,5 en los pasivos no corrientes se explica principalmente por la reclasificación de parte de las provisiones mantenidas como corrientes a no corrientes, indicada previamente, compensado parcialmente por la disminución de las Cuentas comerciales y otras cuentas por pagar (no corrientes) por MMUS\$ 2,5, producto del pago de dichas obligaciones acordadas a su vencimiento.

Al 31 de diciembre de 2017, el patrimonio aumentó en MMUS\$ 111,0 con respecto al existente al 31 de diciembre de 2016. Esta variación se explica por el aumento de capital realizado en el cuarto trimestre de 2017 por MMUS\$ 294,4, explicado previamente, y por un aumento en Otras reservas de MMUS\$ 4,6, el que a su vez se explica por un aumento de MMUS\$ 6,2 asociado a la participación de CSAV en los Otros resultados integrales y Otras reservas patrimoniales de HLAG, una disminución de MMUS\$ 0,4 asociado a la pérdida de valor de los derivados de cobertura y por los Costos de emisión de acciones de MMUS\$ 1,2 durante el periodo. Lo anterior, compensado parcialmente por la pérdida del ejercicio registrada durante el 2017 de MMUS\$ 188,1. Mayores detalles acerca de las variaciones patrimoniales se pueden encontrar en la nota 28 sección f) de los presentes Estados Financieros Consolidados.

## b) Estado de Resultados

	Al 31 de diciembre de 2017	Al 31 de diciembre de 2016	Variación
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
Ingresos de actividades ordinarias	109,9	109,3	0,6
Costo de ventas	(102,6)	(105,9)	3,3
<b>Ganancia bruta</b>	<b>7,3</b>	<b>3,4</b>	<b>3,9</b>
Gasto de administración	(10,7)	(11,7)	1,0
Otros gastos e ingresos operacionales	4,7	16,2	(11,5)
<b>Resultado de actividades operacionales</b>	<b>1,3</b>	<b>7,9</b>	<b>(6,6)</b>
<b>R.A.I.I.D.A.I.E. (EBITDA, sin participación en asociadas)</b>	<b>2,5</b>	<b>8,1</b>	<b>(5,5)</b>
Gastos financieros netos	(4,4)	(3,8)	(0,6)
Participación en asociadas y negocios conjuntos	(139,5)	(7,0)	(132,5)
Diferencia de cambio y otros no operacionales	1,0	(0,1)	1,1
Gasto por impuesto a las ganancias	(45,2)	(20,6)	(24,6)
<b>Resultados después de impuestos operaciones continuadas</b>	<b>(186,8)</b>	<b>(23,6)</b>	<b>(163,2)</b>
<b>Resultados después de impuestos operaciones descontinuadas</b>	<b>(1,3)</b>	<b>1,3</b>	<b>(2,6)</b>
Reverso de participaciones no controladoras	-	(1,0)	1,0
<b>Resultado atribuible a los propietarios de la controladora</b>	<b>(188,1)</b>	<b>(23,3)</b>	<b>(164,8)</b>

El **Resultado atribuible a la controladora** acumulado del periodo 2017 ascendió a una pérdida de MMUS\$ 188,1, lo que representa un menor resultado de MMUS\$ 164,8 respecto al mismo período del año anterior.

El **Resultado de actividades operacionales**, ascendió a una utilidad de MMUS\$ 1,3 para los doce meses de 2017, lo que representa un menor resultado de MMUS\$ 6,6 respecto al mismo período del año anterior. Este menor resultado se explica principalmente producto del reverso de la

provisión asociada al caso NYSA-ILA por MMUS\$ 12,5 durante 2016, neto del mejor resultado operacional de las actividades de durante el 2017 respecto al año anterior. El reverso de la provisión se realizó tras la resolución favorable para CSAV de una reclamación del Fondo de Pensiones “NYSA-ILA”, que cubre a los estibadores de los puertos de los estados de Nueva York y Nueva Jersey (Estados Unidos).

El Estado de Resultados de CSAV muestra que los **Ingresos de actividades ordinarias** alcanzaron MMUS\$ 109,9 al término del 2017, lo que representa una mejora de MMUS\$ 0,6 respecto al mismo periodo de 2016. Esta mejora se explica en gran medida por el negocio de transporte de vehículos, el cual se explica por un crecimiento significativo de los volúmenes transportados durante el 2017 respecto al mismo periodo del año anterior, compensado parcialmente por una disminución en la tarifa de flete promedio.

Dentro de la variación en la tarifa de flete antes mencionada, se debe considerar el efecto de reajustabilidad de una parte de éstas a la variación del precio del combustible que, considerando el alza registrada en el precio promedio de dicho insumo durante el ejercicio 2017, en comparación con el ejercicio 2016, contribuyó a mitigar la disminución en las tarifas.

El **Costo de Ventas** alcanzó a MMUS\$102,6 durante el periodo 2017, lo que representa una disminución de MMUS\$ 3,3 respecto a igual periodo del año anterior. Esta disminución se explica mayormente por una disminución de MMUS\$ 5,2 en los costos del negocio de transporte de vehículos, principalmente asociada a una estructura operacional más eficiente en costos y a un aumento en la tasa de utilización de naves, que ha permitido absorber una parte del crecimiento en volúmenes sin incrementar la capacidad instalada de la flota. Los ahorros anteriormente explicados han permitido revertir también el incremento en costos asociado al aumento del precio promedio del combustible, que aumentó en un 43% comparado con los doce meses del año anterior. Por otra parte, y como fue 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 negativo en costos se vio parcialmente compensado con mayores ingresos.

Los **Gastos de Administración** ascendieron a MMUS\$ 10,7, presentando una disminución de MMUS\$ 1,0 en relación al periodo 2016, principalmente producto de la implementación de planes de racionalización de costos durante el ejercicio. Los **Otros gastos e ingresos operacionales** ascendieron a MMUS\$ 4,7, lo que representa una disminución de MMUS\$ 11,5 respecto al mismo periodo del año anterior, explicado por el reverso durante 2016 de la provisión asociada al caso NYSA-ILA por MMUS\$ 12,5, indicado previamente.

Con respecto al resultado en las **Participación de asociadas y negocios conjuntos**, CSAV reconoció durante el 2017 una pérdida de MMUS\$ 139,5 en el rubro, la que comparada con el mismo periodo del año anterior representa un menor resultado por MMUS\$ 132,5. Esta diferencia se explica

principalmente por una pérdida contable por dilución sobre la inversión de CSAV en HLAG de MMUS\$ 167,2 registrado en el segundo trimestre de 2017, explicada en detalle en la sección anterior, y por una menor amortización del PPA de la inversión en HLAG por MMUS\$ 15,2 respecto al mismo periodo del año anterior, compensado parcialmente por un mejor resultado en HLAG de MMUS\$ 35,1 respecto al 2016 y por el Resultado por adquisición de participación de MMUS\$ 14,8 generado tras el incremento en la participación de la propiedad de HLAG en el último trimestre del año 2017, explicado previamente. Notar que las cifras anteriores consideran una participación de un 31,35% para 2016 y para el primer trimestre de 2017, de un 22,58% para el segundo y tercer trimestre de 2017, y de un 25,46% para el cuarto trimestre, por lo que la participación de CSAV no puede calcularse directamente sobre el resultado acumulado de HLAG para el ejercicio.

Según el método de registro contable que aplica a un negocio conjunto acorde a las NIIF (en inglés, IFRS), CSAV refleja trimestralmente 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).

Respecto a la composición del resultado acumulado al cuarto trimestre de 2017 registrado en el rubro, éste se compone, por una parte, de la una utilidad atribuible a los propietarios de la controladora que reportó HLAG de MMUS\$ 30,0, la cual incluye una pérdida de MMUS\$ 66,9 en primer trimestre, una utilidad durante el segundo y tercer trimestre de un total de MMUS\$ 71,9, y una utilidad de durante el cuarto trimestre de MMUS\$ 25,0, sobre las cuales la Compañía aplicó su participación proporcional, correspondiente al 31,35% para el primer trimestre, 22,58% para el segundo y tercer trimestre y 25,46% para el cuarto trimestre, respectivamente, reconociendo una utilidad de MMUS\$ 1,6 correspondiente a su participación directa en los resultados de HLAG. Por otra parte, CSAV reconoció el efecto asociado a la amortización de PPA correspondiente a una utilidad de MMUS\$ 17,8 para el primer trimestre, una utilidad total de MMUS\$ 24,5 para los siguientes seis meses y una utilidad de MMUS\$ 4,1 para el último trimestre del periodo. Respecto a dichos valores, la Compañía aplicó su participación proporcional, correspondiente al 31,35% para el primer trimestre y de 22,58% restantes trimestres, respectivamente. Adicionalmente, y debido al incremento en la propiedad de HLAG de un 2,88% (alcanzando un 25,46%), se debe considerar esta participación sobre la amortización del nuevo PPA calculado para la adquisición de las nuevas acciones, el cual fue para el cuarto trimestre una pérdida MMUS\$ 27,0, reconociéndose una pérdida de MMUS\$ 0,8 en CSAV. Sumando el efecto de ambos efectos de PPA, CSAV reconoció una utilidad total de MMUS\$ 11,3 por su participación en las amortizaciones de PPA durante el ejercicio. De esta forma, considerando la participación en los resultados de HLAG y los ajustes de PPA respectivos, se registró una utilidad total en el rubro de MMUS\$ 12,9.

Durante 2017, CSAV reconoció un **Gasto por impuesto a las ganancias** de MMUS\$ 45,2, lo que representa un mayor gasto por MMUS\$ 24,6 respecto al mismo periodo de 2016. Esta variación se

explica principalmente por el mayor gasto por impuestos en 2017 asociado a la apreciación del Euro, dada la estructura de financiamiento dentro del Grupo CSAV necesaria para mantener la inversión en HLAG por aprox. MMUS\$ 35,7 -acorde a lo detallado en la sección a) anterior-, neto de un cargo a resultados por MMUS\$ 17,2, proveniente de un ajuste en la pérdida tributaria de arrastre en el primer semestre de 2016, asociado a la utilidad tributaria generada en la combinación de negocios con HLAG en 2014.

De esta forma, el **Resultado atribuible a los propietarios de la controladora** registró una pérdida de MMUS\$ 188,1 durante el 2017, lo que representa un menor resultado por MMUS\$ 164,8 respecto al mismo periodo del año anterior.

### c) Resultado Operacional por Segmento

Al 31 de diciembre de 2017, 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: corresponde a los servicios de transporte de vehículos (Car Carrier), los cuales CSAV opera directamente. Producto de que la Compañía decidió dejar de operar su negocio de transporte logístico y de freight forwarder durante el cuarto trimestre de 2017, en adelante los resultados de dicha unidad de negocio son presentados como operaciones discontinuadas, re-expresando la información comparativa de periodos anteriores, acorde a las disposiciones de la NIIF N°5. Cabe recordar que, tras la materialización de la venta de la unidad de negocios de graneles líquidos a su socio Odfjell Tankers, ocurrida el 19 de octubre de 2016, los resultados registrados hasta la venta de dicha unidad de negocios también se presentan como operaciones discontinuadas.

A continuación, se presenta la apertura del resultado acumulado por segmentos para el periodo 2017 (más detalles en la Nota 6 de los presentes Estados Financieros Consolidados):

Negocio Portacontenedores	Al 31 de diciembre de 2017	Al 31 de diciembre de 2016	Variación
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
Gasto de administración	(4,5)	(4,1)	(0,4)
Otros gastos e ingresos operacionales	-	12,5	(12,5)
<b>Resultado Operacional</b>	<b>(4,5)</b>	<b>8,4</b>	<b>(12,9)</b>
Gastos financieros netos	(5,0)	(4,1)	(0,9)
Participación en asociadas y negocios conjuntos	(139,5)	(7,0)	(132,5)
Diferencia de cambio y otros no operacionales	0,9	-	0,9
Gasto por impuesto a las ganancias	(44,3)	(20,5)	(23,8)
<b>Resultados después de impuestos</b>	<b>(192,4)</b>	<b>(23,2)</b>	<b>(169,2)</b>
<b>Resultado atribuible a la controladora</b>	<b>(192,4)</b>	<b>(23,2)</b>	<b>(169,2)</b>

El segmento portacontenedores presentó al 31 de diciembre de 2017 una pérdida acumulada de MMUS\$ 192,4, lo que representa un menor resultado de MMUS\$ 169,2 respecto al mismo periodo del año anterior, el que se explica por la pérdida contable por dilución de MMUS\$ 167,2 explicada en la sección 1 a) anterior, por un mejor resultado proveniente de la participación en HLAG de MMUS\$ 19,9, por una utilidad del Resultado por adquisición de participación por MMUS\$ 14,8, explicado previamente, por el reverso en 2016 de la provisión asociada al caso NYSA-ILA por MMUS\$ 12,5 -indicado en la sección anterior-, por un mayor Gasto de administración por MMUS\$ 0,4, por mayores gastos financieros de MMUS\$ 0,9 asociados al costo de los pasivos financieros relacionados a la inversión en HLAG (Bonos corporativos, crédito con Banco Itaú y crédito puente del aumento de capital), y finalmente, por un mayor gasto en impuestos de MMUS\$ 23,8, asociado principalmente a la estructura de financiamiento de la inversión en HLAG, según lo explicado en las secciones anteriores. A los efectos principales anteriores, se agrega una utilidad por Diferencia de cambio y otros no operacionales durante los doce meses de 2017 respecto a 2016, por un total de MMUS\$ 0,9.

Otros servicios de transporte	Al 31 de diciembre de 2017	Al 31 de diciembre de 2016	Variación
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
Ingresos de actividades ordinarias	109,9	109,3	0,6
Costo de ventas	(102,6)	(105,9)	3,3
<b>Ganancia bruta</b>	<b>7,3</b>	<b>3,4</b>	<b>3,9</b>
Gasto de administración	(6,2)	(7,6)	1,4
Otros gastos e ingresos operacionales	4,7	3,7	1,0
<b>Resultado Operacional</b>	<b>5,8</b>	<b>(0,5)</b>	<b>6,3</b>
Gastos financieros netos	0,6	0,3	0,3
Participación en asociadas y negocios conjuntos	-	-	-
Diferencia de cambio y otros no operacionales	0,1	(0,1)	0,2
Gasto por impuesto a las ganancias	(0,9)	(0,1)	(0,8)
<b>Resultados después de impuestos operaciones continuadas</b>	<b>5,6</b>	<b>(0,4)</b>	<b>6,0</b>
<b>Resultados después de impuestos operaciones descontinuadas</b>	<b>(1,3)</b>	<b>1,3</b>	<b>(2,6)</b>
Reverso de participaciones no controladoras	-	(1,0)	1,0
<b>Resultado atribuible a la controladora</b>	<b>4,3</b>	<b>(0,1)</b>	<b>4,4</b>

Los otros servicios de transporte presentan al 31 de diciembre de 2017 una utilidad acumulada de MMUS\$ 4,3, lo que representa un mejor resultado de MMUS\$ 4,4 respecto del mismo periodo del año anterior, explicado principalmente por un mayor margen bruto por MMUS\$ 3,9, el que a su vez, se compone de un aumento en los Ingresos de actividades ordinarias por MMUS\$ 0,6 y una disminución en el Costo de ventas por MMUS\$ 3,3, ambas variaciones acordes a lo explicado en la sección b) anterior. Adicionalmente, el Gasto de administración presenta una mejora de MMUS\$1,4, proveniente de la implementación de planes de racionalización durante el ejercicio y los Otros gastos e ingresos operacionales una mejora de MMUS\$1,0 producto de la venta de ciertas propiedades de inversión, en exceso de las inversiones enajenadas en 2016. Por otro lado, el Gasto por impuesto a las ganancias presenta una variación de MMUS\$ 0,8 de mayor costo, principalmente explicado por el efecto en el resultado tributable de la mejora en el margen, antes descrita.



## 2. Situación de Mercado

### a) Segmento Portacontenedores

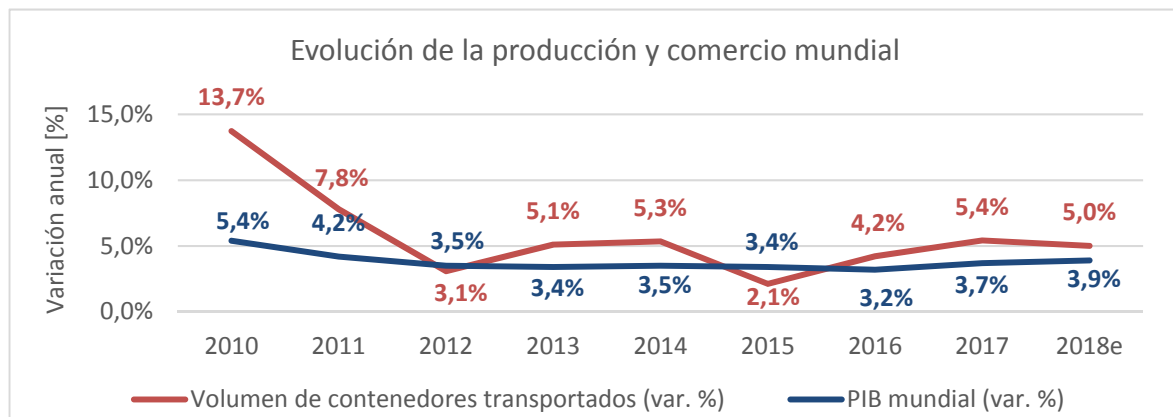
La Compañía participa en el negocio portacontenedores a través de su inversión de un 24,46% en HLAG (contabilizado como negocio conjunto bajo el método de la participación). Si bien CSAV controla conjuntamente a HLAG con otros dos accionistas principales, dicho negocio conjunto posee una administración independiente que gestiona y controla sus riesgos en forma autónoma y de acuerdo a los estándares de una sociedad abierta y regulada en Alemania.

Dicho lo anterior, cabe señalar que la industria naviera portacontenedores a pesar de dar señales de una evolución favorable en cuanto a sus principales indicadores, sigue enfrentada a una situación de mercado volátil y altamente competitiva, la cual se caracteriza por:

- **Volatilidad en el comercio mundial.**

Se puede apreciar que existe una relación directa entre el crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) mundial y el comercio internacional de bienes, el cual se realiza principalmente por medio del transporte marítimo en contenedores. 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.

Sin embargo, el Fondo Monetario Internacional (FMI) en su reporte de enero de 2018 informa que el 2017 la actividad económica a nivel mundial registró una variación anual de 3,7%, su mayor registro de los últimos seis años, superando en un punto porcentual las últimas proyecciones de dicha entidad realizadas en octubre de 2017 y en dos puntos porcentuales a las de inicio del mismo año. De la misma forma, las proyecciones de crecimiento del PIB mundial para el 2018 entregadas en este último reporte del FMI se estiman al alza, alcanzando un 3,9%, lo que representa un incremento de dos puntos respecto a su anterior publicación y de tres puntos respecto a las de inicio del 2017. Cabe señalar, que durante el 2016 registró el nivel de PIB mundial más bajo alcanzado durante los últimos años, por lo que aún existe una alta volatilidad de estos indicadores y de sus proyecciones.



Fuente: Fondo Monetario Internacional - *Perspectivas de la Economía Mundial Oct-17*, Clarkson Research Nov-17.

De manera consistente con lo anterior, en 2017 se registró un crecimiento de la demanda de transporte en contenedores de 5,4% y para 2018 se espera que éste llegue al 5,0%, asociado a un mayor dinamismo de la economía mundial y de la actividad comercial. Las proyecciones se elevaron considerablemente en relación con el primer trimestre del año (4,2% para 2017 y 4,6% para 2018), debido al incremento en los índices de volumen transportado de la industria, a partir del segundo trimestre de 2017.

Los positivos resultados del 2017 reportados por el FMI se deben a un repunte en el crecimiento por parte de múltiples economías, siendo este el repunte más sincronizado observado desde el 2010, entre las que destacan Europa y Asia. Durante los últimos meses de 2017, el comercio mundial aumentó fuertemente respaldado por un repunte de la inversión, sobre todo en economías avanzadas, y una mayor producción en Asia, lo que concuerda con una mayor confianza por parte de los consumidores.

Para 2018, se prevé que la recuperación observada en 2017 se mantenga, principalmente producto del crecimiento de las economías avanzadas, respaldado por las favorables expectativas de las condiciones financieras mundiales y a una mayor aceleración de la demanda. Asimismo, se incorporan en estas perspectivas los positivos efectos macroeconómicos que se generarían por la implementación de la reforma tributaria en Estados Unidos, lo que fortalecería la demanda interna y las importaciones en el corto plazo. Las economías emergentes mantendrían el dinamismo y crecimiento observado durante el 2017. América Latina mantendría su recuperación con un leve crecimiento sobre el 2017, sin afectarle mayormente la revisión a la baja de Venezuela y las próximas elecciones en Brasil, México y Colombia.

- **Sobreoferta de espacio.**

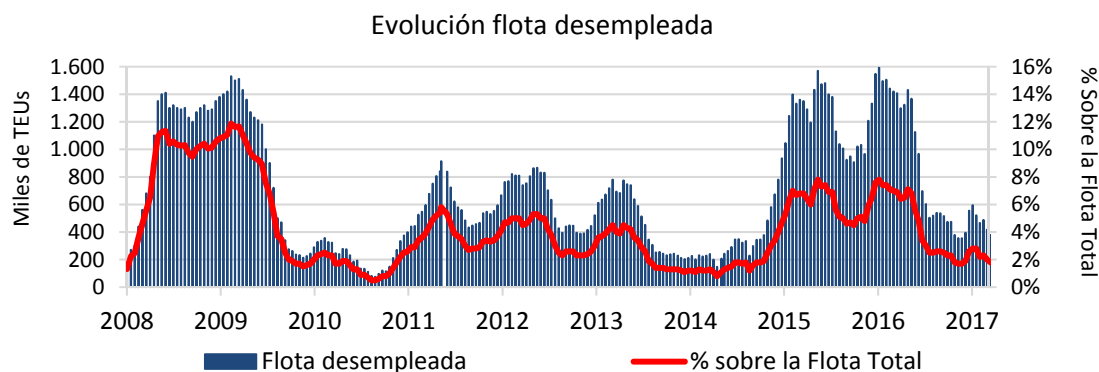
La sobreoferta en la capacidad instalada de la industria portacontenedores se generó a partir de la crisis de 2008-2009 y sigue teniendo impactos significativos en los mercados y en los operadores navieros. Desde entonces, la mayoría de las principales compañías navieras del mundo han tomado una serie 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 de mayor racionalidad, 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 hace 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 globales en que dichas navieras participan.

Al 31 de diciembre de 2017 las naves en construcción alcanzan al 12,7% de la flota mundial en operación, según datos de Alphaliner, manteniéndose dentro de sus niveles mínimos históricos. Esto es un reflejo de los esfuerzos de racionalización del crecimiento de la industria, que se traduce en que la generación de nuevas órdenes de construcción estimadas para el 2018 haya disminuido drásticamente respecto a años anteriores, y se encuentre hoy en niveles históricamente bajos. Cabe destacar, que el 47% de estas futuras entregas de flota correspondería al segmento de naves de mayor tamaño, con una capacidad superior a los 18.000 TEU, lo que refleja el foco de la industria hacia una mayor eficiencia en la operación y una mayor coordinación para su posicionamiento en los distintos tráficos operados por las alianzas globales.

Durante 2017, se continuó observando un nivel relevante de desguace de naves, siendo este año el tercer registro histórico más alto, alcanzado cerca del 2,1% de la flota mundial existente a principios de año, y manteniéndose la tendencia en la disminución de la edad promedio de las naves desguazadas. En este sentido, un efecto relevante que explica en parte esta tendencia es la apertura de la ampliación del canal de Panamá, la cual se materializó en el mes de julio de 2016, el cual tuvo un efecto muy significativo en el aumento de los niveles de desguace de naves en 2016, el que ese año alcanzó su nivel histórico más alto, principalmente por el segmento Panamax, el cual corresponde a aquellas naves del máximo tamaño que podía circular por el antiguo canal. Por otra parte, este incremento en el desguace de naves se explica por el ingreso de nuevas naves de gran tamaño que han ido reemplazando a naves más pequeñas y de menor eficiencia en combustible.

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 bajos, el menor dinamismo de la demanda por transporte observado durante los últimos cinco años ha seguido provocando una sobreoferta de capacidad, aun cuando en 2016 se comenzó a reducir por primera vez en años, al presentar la demanda un crecimiento mayor a la oferta; por otra parte, en 2017 se mantuvo un equilibrio entre el crecimiento de la demanda y la oferta. Un indicador de este fenómeno, además de las bajas tarifas de flete y volatilidad en éstas, es la flota detenida, la cual alcanzó durante 2016 sus niveles más altos desde los observados durante la crisis de 2009. Durante 2017, se observó una reducción en los niveles de flota detenida respecto a los observados el año anterior debido principalmente a los altos niveles de desguace durante el período, como también a la incorporación de parte de la flota detenida a la nueva configuración de servicios de la industria al iniciarse en abril de 2017 la operación de las nuevas alianzas globales.



Fuente: Alphaliner- Reporte Mensual Oct-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.

- **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 para obtener un adecuado retorno sobre sus activos.

En los últimos años se ha observado una gran variabilidad del índice SCFI, registrándose a comienzos del 2016 su nivel histórico más bajo. Sin embargo, durante el 2017 este índice ha presentado un precio promedio anual más alto y una relevante mayor estabilidad respecto a lo observado durante los dos periodos anteriores, pudiéndose observar un comportamiento bastante más estacional que

en años anteriores, observándose un aumento del índice a medida que se ingresa a la temporada peak (junio a septiembre) y luego disminuyendo en el período de menores volúmenes (slack season). Sin embargo, si sumamos el efecto del precio del combustible, el cual ha presentado una evolución al alza durante 2017, con un mayor precio promedio que en los dos periodos anteriores, el nivel de tarifas ex-bunker aún se mantiene por debajo de lo esperado para una adecuada rentabilidad.

Adicionalmente, las tarifas en otros tráficos no han presentado evoluciones tan favorables en 2017 como las observadas en los tráficos desde China, manteniéndose aún un bajo nivel de precios en las tarifas promedio en muchos de ellos.

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

En la actualidad, aun cuando existe un número importante de participantes dentro de la industria naviera 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 HLAG, ocurrida a finales de 2014, se han sumado en los últimos años la adquisición de CCNI por parte de Hamburg Süd, la fusión de COSCO con China Shipping, la adquisición de APL por parte de CMA CGM, el anuncio de la fusión de las tres principales compañías navieras japonesas (K-Line, NYK y MOL) en una sola entidad, y la compra de Hamburg Süd por parte de Maersk anunciada a fines de 2016 y concluida en noviembre de 2017. Adicionalmente, y de acuerdo a lo previamente descrito en este informe, a fines de mayo de 2017 HLAG anunció el cierre de su fusión con la naviera árabe UASC, lo que la posicionó nuevamente dentro de las cinco navieras más grandes a nivel mundial en términos de capacidad de arrastre. Además, a inicios del segundo semestre de 2017, la compañía naviera de origen chino COSCO, previamente fusionada con China Shipping, anunció la adquisición de la compañía hongkonesa Orient Overseas Container Lines (OOCL).

Por otra parte, durante el tercer trimestre de 2016, Hanjin Shipping – la séptima compañía de transporte de contenedores medida en capacidad de arrastre a esa fecha y la mayor naviera coreana– 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 sobre el 84% de la capacidad instalada, mientras que los primeros cinco mantendrían sobre un 65%. Por otra parte, los mayores cinco operadores alcanzarían 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 y expandir su cobertura comercial a una escala global.

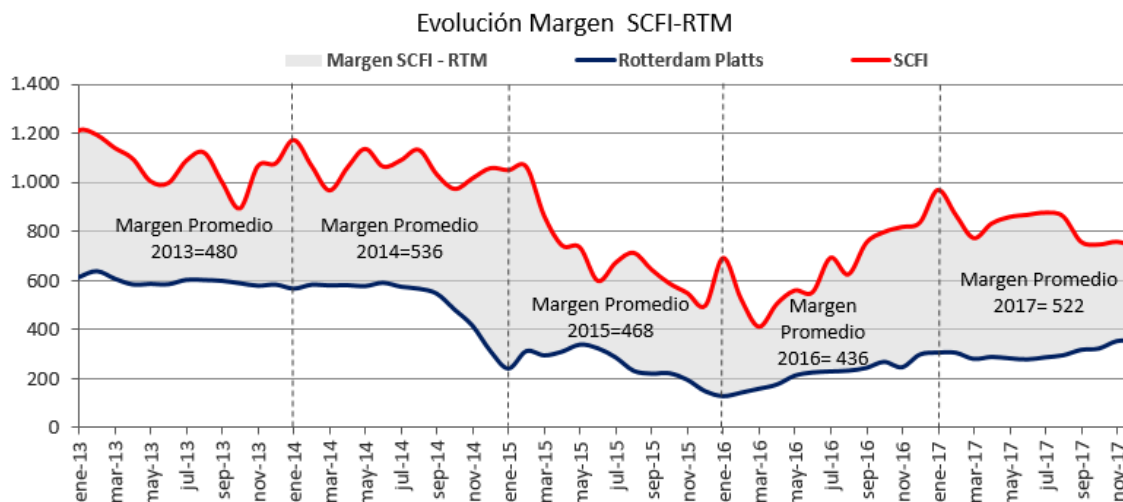
Del mismo modo, durante los últimos años las compañías navieras han aumentado los acuerdos de operaciones conjuntas y alianzas operacionales con el fin de mejorar los niveles de servicio a sus clientes ampliando la cobertura geográfica de sus servicios navieros, obteniendo a la vez economías de escala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

Desde el segundo trimestre de 2017, la nueva estructura de alianzas anunciada durante 2016 comenzó a operar de forma global en los distintos tráficos, concentrando cerca del 90% de la capacidad total de transporte en los principales tráficos de largo alcance Este-Oeste de la industria. Los principales cambios correspondieron 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 mantiene su estructura de operación actual, pero incorporando a HMM como comprador de espacio.

- **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 una caída significativa seguida de un repunte moderado durante 2016, al igual que ha ocurrido con otros *commodities*. Durante 2017, el precio del combustible aumentó de manera importante, aunque estabilizándose en el segundo semestre, registrando un precio promedio más alto que los observados en 2015 y 2016.

Por 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. 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 del consumo de combustible, como también de dotarse de naves adecuadas a las nuevas características del canal de Panamá y de los principales tráficos globales.



\* Precio promedio del combustible (IFO 380) en el puerto de Rotterdam

\*\* Shanghai Containerized Freight Index.

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

Actualmente, podría decirse que el proceso de cambio tecnológico anteriormente descrito está mayormente realizado, con todos los grandes operadores y alianzas globales operando una porción muy significativa de sus volúmenes en naves eficientes y de gran tamaño. Esto explica, en gran medida, la disminución de las nuevas órdenes de naves y la reducción constante en el inventario de naves en construcción, explicado en los puntos anteriores.

En resumen, la industria portacotenedores sigue presentando un desafiante escenario para todos sus participantes, aunque mostrando mejoras significativas en algunos indicadores clave, los cuales permiten estimar mejores perspectivas hacia adelante. Si bien, aun no se observa una recuperación rápida y consistente de las tarifas en los múltiples tráficos, durante 2016 y 2017 se observa una tendencia a la recuperación, principalmente las rutas desde el Lejano Oriente, el tráfico de mayor volumen a nivel global, aunque aún sin alcanzar una recuperación de las tarifas respecto a aquellas presentes en 2013 y 2014. Por otra parte, se observa en los últimos meses una mejora en los indicadores de flota y de balance oferta-demanda, lo que, sumado a una mayor estabilidad del precio del combustible, da señales de mejores perspectivas respecto a la estabilidad y al nivel de las tarifas ex-bunker. Estas mejoras en las perspectivas se han visto reflejadas en el incremento de los resultados operacionales de muchos de los operadores de la industria durante este año, principalmente de los mayormente expuestos a los tráficos desde Asia. Aun así, la industria continúa adecuadamente 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. Lo anterior es especialmente importante para lograr hacer



frente a las presiones en costos que la recuperación del mercado pueda significar, tanto en el mercado de arriendo de naves como en los servicios marítimos y portuarios.

#### **b) Segmento Otros Servicios de Transporte**

Las distintas actividades de transporte marítimo de vehículos que operó CSAV de forma directa durante el 2017, también se han visto afectadas por la menor demanda mundial por transporte y por el exceso de oferta.

El negocio de transporte de vehículos a nivel global ha enfrentado volatilidad en la demanda por transporte de vehículos a partir de la crisis financiera de 2008, la cual está estrechamente vinculada a la situación económica de los mercados de importación y a los cambios en los países productores.

CSAV transporta vehículos principalmente desde Asia, Europa, Estados Unidos y la costa este de Sudamérica hacia los mercados de la costa oeste de Sudamérica, siendo Chile y Perú los de mayor volumen. Estos últimos mercados han estado negativamente afectados desde 2014 por un menor dinamismo económico y por las también negativas expectativas de los consumidores respecto a las condiciones económicas imperantes, con un efecto muy significativo en la importación y venta de vehículos, que recién comenzó a revertirse en 2016.

En los mercados de Chile y Perú, durante 2017 las ventas totales de vehículos livianos nuevos registraron un aumento de un 14% en comparación a igual periodo de 2016 (fuente: ANAC y AAP), recuperándose en parte el volumen de ventas perdido en años anteriores. Este aumento en los volúmenes permite estimar una mejora en la utilización de la capacidad instalada en el tráfico y, eventualmente, una cierta presión al alza sobre las tarifas en el mediano plazo. Lo anterior debe matizarse considerando que aún existe una importante sobrecapacidad en la industria de transporte de vehículos a nivel global, y que de no absorberse de forma efectiva podría significar que las navieras que operan en el tráfico decidieran aumentar su capacidad, destruyendo la posibilidad de equilibrio entre oferta y demanda y la potencial recuperación de tarifas para los mercados locales en los que opera CSAV.

### 3. Análisis del Flujo de Efectivo

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

	Al 31 de diciembre de 2017	Al 31 de diciembre de 2016	Variación
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
<b>Flujo procedente de Operaciones</b>	<b>(12,9)</b>	<b>(16,6)</b>	<b>3,7</b>
Flujos operacionales	(13,8)	(16,6)	2,8
Impuestos y otros	0,9	-	0,9
<b>Flujo procedente de Actividades de Inversión</b>	<b>(288,6)</b>	<b>3,6</b>	<b>(292,2)</b>
Otros pagos para adquirir participaciones en negocios conjuntos	(293,7)	-	(293,7)
Importes procedentes de ventas de propiedades, planta y equipo	3,9	-	3,9
Intereses recibidos	1,0	0,1	0,9
Dividendos recibidos	-	0,1	(0,1)
Flujos de efectivo procedentes de la venta de participaciones no controladoras	0,1	2,3	(2,2)
Flujos de efectivo procedentes de la pérdida de control de subsidiarias	0,1	1,1	(1,0)
<b>Flujo procedente de Actividades de Financiamiento</b>	<b>288,3</b>	<b>15,2</b>	<b>273,1</b>
Importes procedentes de la emisión de acciones	293,6	-	293,6
Obtención y pago de préstamos	(120,0)	(0,7)	(119,3)
Importes procedentes de préstamos de corto plazo	119,6	-	119,6
Obtención y pago de préstamos empresas relacionadas	-	(30,0)	30,0
Importes procedentes de préstamos de largo plazo	-	49,9	(49,9)
Pago de intereses	(4,7)	(3,5)	(1,2)
Otras entradas (salidas) de efectivo	(0,2)	(0,5)	0,3
<b>Efecto de variación por tipo de cambio</b>	<b>1,0</b>	<b>-</b>	<b>1,0</b>
<b>Flujo de efectivo y equivalentes al efectivo</b>	<b>(12,2)</b>	<b>2,2</b>	<b>(14,4)</b>

La variación neta de la cuenta **Efectivo y equivalentes al efectivo**, entre el 31 de diciembre de 2016 y el 31 de diciembre de 2017, fue negativa en MMUS\$ 12,2, lo que representa un menor flujo neto de MMUS\$ 14,4 respecto al mismo período del año anterior.

El **Flujo procedente de actividades de operación** fue negativo en MMUS\$ 12,9 al cuarto trimestre de 2017, lo que representa una mejora de MMUS\$ 3,7 respecto al mismo período del año anterior. El flujo acumulado se explica principalmente por la utilización de las provisiones asociadas a los costos derivados de las investigaciones de las autoridades de libre competencia en el negocio de transporte de vehículos, por la utilización de otras provisiones, tales como contratos onerosos y gastos de administración, y por el pago de obligaciones no recurrentes, que implican un desembolso total no recurrente de aprox. MMUS\$ 13,1. Excluyendo estos efectos, el flujo de las operaciones recurrentes alcanza a un aumento de efectivo neto de MMUS\$ 0,2, no incluyendo el importe proveniente de la

venta de propiedades de inversión durante el ejercicio, que se presenta bajo el Flujo procedente de actividades de inversión.

El **Flujo procedente de actividades de inversión** fue negativo en MMUS\$ 288,6 para los doce meses terminados al 31 de diciembre de 2017, presentando un menor flujo de MMUS\$ 292,2 respecto al mismo período del año anterior. El flujo acumulado se explica principalmente por la inversión realizada en la adquisición de nuevas acciones dentro del proceso de aumento de capital de HLAG, y la posterior adquisición de las acciones adicionales para alcanzar el 25,46% de la propiedad en la compañía alemana, procesos que se llevaron a cabo durante el cuarto trimestre del 2017. Estas salidas de flujos fueron compensadas parcialmente por la venta de inmuebles clasificados como propiedades de inversión, y por los fondos recibidos de los intereses ganados por depósitos a plazo mantenidos por la Compañía.

Cabe señalar, que debido a venta de la filial Norgistics Chile S.A., de la cual CSAV mantenía el 100% de su propiedad, y a la venta de participaciones no controladoras que la Compañía mantenía en ciertas sociedades registradas en el rubro Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación, se registraron flujos asociados a Flujos de efectivo procedentes de la pérdida de control de subsidiarias y Flujos de efectivo procedentes de la venta de participaciones no controladoras, respectivamente.

El **Flujo procedente por actividades de financiamiento** fue positivo por MMUS\$ 288,3 para los doce meses terminados al 31 de diciembre de 2017, lo que representa un mayor flujo de MMUS\$ 273,1 respecto al mismo período del año anterior, principalmente explicado por la recaudación obtenida por CSAV tras su exitoso aumento de capital realizado en Chile durante el cuarto trimestre del 2017, flujos registrados como Importes procedentes de la emisión de acciones, los cuales fueron compensados parcialmente por el efecto neto de la obtención y posterior pago del crédito puente por MMUS\$ 120, registrados como Importes procedentes de préstamos de corto plazo y Obtención y pago de préstamos respectivamente, por el pago de intereses asociados a los pasivos financieros del segmento portacontenedores y el crédito puente asociado al aumento de capital.

#### 4. Análisis de los Riesgos de Mercado

Como se describe en la Nota 5 de los presentes Estados Financieros Consolidados, la inversión que CSAV mantiene en HLAG es hoy su principal activo (85% del total de activos al 31 de diciembre de 2017), por lo que aunque los riesgos de mercado del negocio portacontenedores no se reflejan directamente en los flujos de efectivo de la Compañía 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, así como también, 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.

Dicho lo anterior, es importante destacar que HLAG 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.

Por otro lado, los principales riesgos que enfrenta la Compañía, tanto en el negocio portacontenedores como 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 participación de mercado (volúmenes), los riesgos de obsolescencia de activos (riesgo tecnológico), los riesgos medioambientales y los potenciales cambios en la regulación.

Respecto a la demanda, para el negocio portacontenedores el principal riesgo proviene de la situación económica mundial y el impacto de una desaceleración global. Las estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) para el cierre de 2017 proyectan una positiva evolución del producto interno bruto mundial para los próximos años, estimándose un crecimiento de un 3,7% para 2017, incrementándose en un punto porcentual esta proyección respecto a estimaciones publicadas en octubre de 2017, por lo que en términos de demanda no se proyectan cambios que involucren algún riesgo importante en el corto plazo. Por otra parte, el FMI proyecta que el comercio mundial (productos y servicios) crecerá un 4,7% en 2017 versus un 2,5% en 2016, según sus últimas estimaciones, 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 portacontenedores en construcción está en niveles históricamente bajos, aun tomando en consideración las nuevas órdenes de naves que se han colocado en los últimos meses. Adicionalmente, la flota detenida ha disminuido considerablemente respecto a los altos niveles observados a fines del 2016, debido al

desguace de las mismas e incorporación de éstas a la flota operada actual, disminuyendo considerablemente el riesgo de un efecto negativo en el desbalance de oferta y demanda dentro de la industria, dada la posibilidad de que ésta se incorporase nuevamente a la flota operada.

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”), siendo CSAV un operador de nicho en este negocio.

Adicionalmente, el precio del combustible ha mostrado una disminución muy importante desde el tercer trimestre de 2014, sin embargo, éste se ha incrementado durante el último año y sigue presentando cierta volatilidad respecto a su evolución futura. De forma de mitigar este riesgo, en el negocio de transporte de vehículos 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 CSAV 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 2017 existen ciertos activos y pasivos en otras monedas los cuales se detallan en la Nota 33 de los presentes Estados Financieros Consolidados. Al 31 de diciembre de 2017 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 2017 son los siguientes:

### a) Índice de Liquidez

Índices de Liquidez		al 31 de diciembre de 2017	al 31 de diciembre de 2016
Liquidez Corriente	=	$\frac{\text{Activos Corrientes}}{\text{Pasivos Corrientes}}$	1,780 / 1,521
Razón Ácida	=	$\frac{\text{Efectivo y equivalentes al Efectivo}}{\text{Pasivos Corrientes}}$	1,098 / 0,987

- Liquidez Corriente:** Este índice aumenta respecto a diciembre de 2016 debido a una disminución de los pasivos corrientes (-30% / MMUS\$ 16,7) mayor a la disminución observada de los activos corrientes (-18% / MMUS\$ 15,4). La disminución de los pasivos corrientes se explica en mayor medida al reverso de provisiones asociadas al negocio de transporte de vehículos, tanto legales como operacionales, compensado por una disminución en los activos corrientes asociado a las cuentas Efectivo y equivalentes al efectivo e Inventarios, a lo cual debemos sumar efecto de desconsolidación de la filial Norgistics Chile S.A., tanto para activos como para los pasivos. Todos estos efectos se explican en profundidad en la sección 1 a) del presente informe.
- Razón Ácida:** Este índice se incrementa respecto a diciembre de 2016, debido a una disminución de los pasivos corrientes (-30% / MMUS\$ 16,7) mayor a la disminución del Efectivo y equivalente al efectivo (-22% / MMUS\$ 12,2), explicado principalmente este último por un flujo de actividades de operación negativo durante el 2017 MMUS\$ 13,8, ambos efectos explicados en detalle en la sección 1 a) del presente informe.

### b) Índice de Endeudamiento

Índices de Endeudamiento		al 31 de diciembre de 2017	al 31 de diciembre de 2016
Endeudamiento	=	$\frac{\text{Pasivos Totales}}{\text{Patrimonio}}$	0,070 / 0,081
Endeudamiento de Corto Plazo	=	$\frac{\text{Pasivos Corrientes}}{\text{Pasivos Totales}}$	0,260 / 0,342
Endeudamiento de Largo Plazo	=	$\frac{\text{Pasivos No Corrientes}}{\text{Pasivos Totales}}$	0,740 / 0,658
Cobertura Gastos Financieros	=	$\frac{\text{Resultado antes de Impuestos e Intereses}}{\text{Costos Financieros}}$	-25,129 / 0,263

- **Endeudamiento:** Este índice se reduce en relación a diciembre de 2016, en mayor medida por una disminución de los Pasivos Totales (MMUS\$ -13,2 / -8% var.), acorde a lo explicado en la sección 1 a) del presente informe, y por el aumento del patrimonio (MMUS\$ 129,8/ 6% var.) producto principalmente variaciones en la inversión de HLAG, explicadas previamente.
- **Endeudamiento de Corto Plazo:** Este índice disminuye respecto a diciembre de 2016, debido a la disminución de los pasivos corrientes (MMUS\$ 16,7 / -30% var.) explicada en la sección 1 a) del presente informe, y compensado parcialmente por una disminución de los pasivos totales (MMUS\$ 13,2 / -8% var.), acorde a lo explicado en la misma sección 1 a) antes referida.
- **Endeudamiento de Largo Plazo:** Este índice aumenta levemente respecto a diciembre de 2016 debido a la disminución de los pasivos totales (MMUS\$ 13,2 / -8% var.) explicada en la sección 1 a) del presente informe, y por el aumento de los pasivos no corrientes (MMUS\$ 3,5 / -3% var.), acorde a lo señalado en la misma sección 1 a) antes referida.
- **Cobertura de Gastos Financieros:** Este índice disminuye en relación a diciembre de 2016, tornándose negativo, debido al registro de pérdidas acumuladas asociadas al resultado antes de impuestos e intereses del 2017 de MMUS\$ 136,2 en comparación a la utilidad de MMUS\$ 1,1 del 2016 (disminución de MMUS\$ 137,3), compensado por mayores costos financieros (MMUS\$ 1,3 / -32%) respecto a 2016.

### c) Índice de Rentabilidad

Índices de Rentabilidad		al 31 de diciembre de 2017	al 31 de diciembre de 2016
Rentabilidad del Patrimonio =	$\frac{\text{Resultado Controladora}}{\text{Patrimonio Promedio}}$	-0,0912	-0,0115
Rentabilidad del Activo =	$\frac{\text{Resultado Controladora}}{\text{Activos Promedio}}$	-0,0849	-0,0106
Rendimiento Activos Operacionales =	$\frac{\text{Resultado de Actividades Operacionales}}{\text{Activos Operacionales Promedio}^*}$	0,0007	0,0042
Retorno de Dividendos =	$\frac{\text{Dividendos Pagados en los últimos 12 meses}}{\text{Precio de Mercado de la Acción}}$	0,0000	0,0000
Resultado por Acción =	$\frac{\text{Resultado Controladora}}{\text{Número de Acciones}}$	-0,0051	-0,0008
Valor Bursátil de la Acción (en pesos chilenos) =		33,2	17,5

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



- **Rentabilidad del Patrimonio:** El indicador disminuye en comparación con el observado a diciembre de 2016, debido a un peor resultado por el registro de pérdidas atribuibles a los controladores por MMUS\$ 188,1 durante el 2017 en comparación a las pérdidas de MMUS\$ 23,3 del 2016 (MMUS\$ 164,8 / -707% var.), compensado por un mayor patrimonio promedio (MMUS\$ 33,3 / 2%).
- **Rentabilidad del Activo:** Este índice disminuye en relación diciembre de 2016, debido a un menor resultado debido al registro de pérdidas atribuibles a los controladores, explicado en el indicador anterior (MMUS\$ 146,1, / -626% var.), compensado por un mayor activo promedio (MMUS\$ 26,5 / 1% var.).
- **Rendimiento Activos Operacionales:** El índice disminuye en relación a diciembre de 2016, debido a un menor Resultado de actividades operacionales de MMUS\$ 1,3 en comparación con el resultado a diciembre de 2016 de MMUS\$ 7,9 (MMUS\$ 6,6 / -83% var.), y a mayores Activos operacionales promedio (MMUS\$ 63,0 / 3% var.).
- **Retorno de Dividendos:** Este índice se mantiene constante producto que no se han distribuido dividendos durante los ejercicios 2016 y 2017
- **Resultado por Acción:** La utilidad por acción respecto a diciembre de 2015 cae producto de un menor resultado (MMUS\$ 164,8 / -707% var.), acorde a lo explicado en el primer indicador de este subgrupo de ratios, compensado parcialmente por el incremento en 6.100 millones de acciones suscritas y pagadas debido al aumento de capital realizado en el cuarto trimestre del 2017.
- **Valor bursátil de la acción:** El valor de la acción aumenta un 90% en relación a diciembre de 2016.

#### d) Índice de Actividad

Índices de Actividad		al 31 de diciembre de 2017	al 31 de diciembre de 2016
Rotación de Inventario	= $\frac{\text{Costo de Combustible}}{\text{Inventario Promedio}}$	5,221	4,643
Permanencia de Inventarios	= $\frac{\text{Inventario Promedio} * 360}{\text{Costo de Combustible}}$	68,946	77,538

- **Rotación de Inventario:** Este indicador respecto al observado al 31 de diciembre de 2016, presenta un aumento producto de un incremento del costo de combustible (MMUS\$ 4,4 / 30% var.) mayor al incremento del inventario promedio (MMUS\$ 0,5 / 15% var.).
- **Permanencia de Inventario:** Debido a que la Rotación de inventarios aumenta (indicador previamente analizado) la permanencia de estos mismos disminuye en relación a diciembre 2016.