

ANÁLISIS RAZONADO

En base a los Estados Financieros Consolidados Intermedios
al 30 de septiembre de 2018

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.....	6
c) Resultado Operacional por Segmento.....	10
d) Análisis del Flujo de Efectivo.....	12
2. Situación de Mercado	14
a) Segmento Portacontenedores.....	14
b) Segmento Otros Servicios de Transporte.....	21
3. Análisis de los Riesgos de Mercado	23
4. Índices Financieros	25
a) Índice de Liquidez.....	25
b) Índice de Endeudamiento.....	26
c) Índice de Rentabilidad.....	27
d) Índice de Actividad.....	28

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 30 de septiembre de 2018	al 31 de diciembre de 2017	Variación
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
Activos corrientes	56,1	68,8	(12,7)
Activos no corrientes	2.202,9	2.197,2	5,7
Total activos	2.259,0	2.266,0	(7,0)

PASIVOS Y PATRIMONIO	al 30 de septiembre de 2018	al 31 de diciembre de 2017	Variación
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
Pasivos corrientes totales	31,0	38,6	(7,6)
Pasivos no corrientes	99,4	109,9	(10,5)
Patrimonio controladora	2.128,6	2.117,5	11,1
Total pasivos y patrimonio	2.259,0	2.266,0	(7,0)

Para efectos de una mejor comprensión de las cifras contenidas en este Análisis Razonado es importante señalar que, según lo explicado en la Nota 2 b) y en la Nota 35 de los presentes Estados Financieros Consolidados Intermedios, durante el año 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 y al 30 de septiembre de 2018 los activos y pasivos de las filiales asociadas a este negocio se han reclasificado como activos y pasivos mantenidos para la venta.

Respecto a los resultados al 30 de septiembre de 2018 asociados al negocio logístico y de *freight forwarder*, estos se presentan como operaciones descontinuadas, re-expresándose los resultados al 30 de septiembre de 2017, según a las disposiciones de la NIIF N°5.

Al 30 de septiembre de 2018, los activos totales disminuyeron en MMUS\$ 7,0 con respecto a los existentes al 31 de diciembre de 2017. Esta variación se explica por una disminución de MMUS\$ 12,7, en los activos corrientes, compensado parcialmente por el aumento de MMUS\$ 5,7 en los activos no corrientes.

La disminución de MMUS\$ 12,7 en los activos corrientes se explica principalmente por una disminución en las cuentas Efectivo y equivalentes al efectivo y Activos mantenidos para la venta, esta última disminución se explica por el avance en el proceso de cierre de las filiales asociadas al negocio logístico y de *freight forwarder*. Dichas disminuciones fueron compensadas en parte por

un aumento de los Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, el que a su vez se explica por la mantención en este rubro de los documentos de pago comprometidos en el proceso de venta de una parte de las propiedades clasificadas como Propiedades de inversión a la espera del traspaso efectivo de la propiedad; por el aumento en el Inventario, el que se explica por el aumento en el precio del combustible y en las toneladas mantenidas, y además, por un aumento en los Otros activos no financieros, asociado a un incremento en los pagos por arriendo anticipados de naves operadas.

Por otra parte, el aumento de MMUS\$ 5,7 en los activos no corrientes se explica por el aumento de MMUS\$ 7,6 en la cuenta de Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación y por un aumento de MMUS\$ 1,5 en la cuenta de Activos por impuestos diferidos, compensado parcialmente por una disminución en las cuentas Propiedades de inversión y Propiedades, planta y equipos por MMUS\$ 3,1 y MMUS\$ 0,3 respectivamente, variaciones que se explican a continuación.

La variación observada durante el periodo de 2018 en la cuenta Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación está asociada a la inversión que CSAV mantiene en la naviera alemana Hapag-Lloyd AG (en adelante HLAG). Dentro de este punto es relevante recordar que, durante el segundo semestre de 2018, CSAV incrementó su participación en HLAG en un 0,4%, desde el 25,46% mantenido al 31 de marzo de 2018 a un 25,86% de participación al 30 de julio de 2018, posición que se ha mantenido al 30 de septiembre de 2018, siendo adquiridas dichas acciones a través de compras en las bolsas de comercio de Alemania. Los fondos requeridos para dicha inversión ascendieron a MMUS\$ 28,4, operación que fue cubierta por un financiamiento puente de MMUS\$ 31,5 con el Banco de Crédito del Perú (BCP), el cual fue posteriormente pagado con los flujos obtenidos de la distribución de dividendos realizada por HLAG en julio de 2018.

Por otra parte, tras la adquisición del 0,4% adicional en participación de HLAG, se registró una utilidad en resultados debido al menor valor pagado (o *badwill*) generado al adquirir dichas acciones a un precio promedio menor que el valor razonable de los activos adquiridos acorde al último informe de PPA realizado por CSAV.

En base a lo anterior, la variación en la cuenta Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación se explica por los siguiente efectos: (i) una aumento asociado a la utilidad registrada bajo el rubro Participación de asociadas y negocios conjuntos del estado de resultados por MMUS\$ 3,7, el que a su vez se compone de una utilidad de MMUS\$ 1,6 provenientes de la participación directa de CSAV sobre los resultados de HLAG, acorde a su porcentaje de participación de cada trimestre indicados en el párrafo anterior, por una utilidad de MMUS\$ 1,2 producto del efecto de amortización de los PPA sobre el resultado de HLAG, y por una utilidad de MMUS\$ 0,9 asociada al *badwill* registrado por la adquisición del 0,4% adicional de HLAG durante el segundo trimestre, explicada previamente; (ii) una disminución de MMUS\$ 30,2 por la distribución de dividendos realizado por HLAG a sus accionistas realizada durante el tercer trimestre del 2018, fondos que fueron destinados al pago del financiamiento obtenido para la

adquisición de un 0,4% de participación adicional en HLAG realizada durante el segundo trimestre del presente año, explicada en el párrafo anterior ; (iii) un incremento registrado bajo el concepto de movimiento de capital por MMUS\$ 28,4 producto del costo de adquisición de la participación adicional en HLAG, indicada previamente; (iv) un incremento de MMUS\$ 3,2 por la participación de CSAV en los otros resultados integrales de HLAG durante el periodo; y (v) un incremento de MMUS\$ 2,5 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	
	MM US\$
Saldo al 31 de diciembre de 2017	1.932,3
Participación en resultados de HLAG	1,6
Efecto de PPA en resultados	1,2
Resultado por adquisición de participación	0,9
Total participación en resultados	3,7
Dividendos recibidos	(30,2)
Movimiento de capital	28,4
Participación en otros resultados integrales	3,2
Otras reservas patrimoniales	2,5
Saldo al 30 de septiembre de 2018	1.939,9

Mayores detalles respecto al saldo contable de la inversión de CSAV en HLAG y al movimiento de ésta durante el periodo de 2018 y por el ejercicio al 31 de diciembre de 2017, pueden encontrarse en la Nota 15 de los presentes Estados Financieros Intermedios Consolidados.

Continuando con la descripción de las principales variaciones en los activos no corrientes, el aumento en la cuenta Activos por impuestos diferidos de MMUS\$ 1,5 se explica principalmente por la depreciación del Euro, dada la estructura de financiamiento en Euros existente dentro del Grupo CSAV para financiar la inversión en HLAG. Durante los primeros nueve meses de 2018, el efecto neto de la variación del tipo de cambio Euro-Dólar y de los intereses sobre dicho financiamiento, produjo una pérdida tributaria en CSAV a nivel individual en Chile, generando de esta forma un cargo positivo en la cuenta de gasto por impuesto y un incremento en la cuenta de Activo por impuestos diferidos en el período. Estos efectos fueron compensados parcialmente por una disminución en las cuentas de Propiedades de inversión y de Propiedades, planta y equipos de MMUS\$ 3,1, tras la venta durante el tercer trimestre de 2018 de parte de los activos clasificados como Propiedades de inversión, asociados a oficinas no utilizadas actualmente en la operación, y por la reclasificación previa entre ambos rubros de una de dichas propiedades, utilizada anteriormente por el negocio logístico y de *freight forwarder* de MMUS\$ 0,3.

Al 30 de septiembre de 2018, los pasivos totales disminuyeron en MMUS\$ 18,1 con respecto a los existentes al 31 de diciembre de 2017. Esta variación se explica por la disminución MMUS\$ 7,6 en los Pasivos corrientes, y una disminución MMUS\$ 10,5 en los Pasivos no corrientes.

La disminución de MMUS\$ 7,6 en los pasivos corrientes se explica principalmente por una disminución en Otras provisiones por MMUS\$ 10,1, explicándose ésta en mayor medida por el término de los procesos sancionatorios de las autoridades de libre competencia en el negocio de transporte de vehículos, donde se consumió de la provisión mantenida la multa fiscal determinada por la Comisión Europea a CSAV por MMUS\$ 8,6, realizándose su pago efectivo durante el tercer trimestre de 2018. En la misma línea, disminuyeron las Cuentas comerciales y otras cuentas por pagar por MMUS\$ 6,0, los Pasivos clasificados como mantenidos para la venta por MMUS\$ 1,0, este último debido al proceso de cierre asociado al negocio logístico y de *freight forwarder*, y además, por una disminución en la cuenta Provisiones por beneficios a los empleados por MMUS\$ 0,7.

Lo anterior, se compensa parcialmente por el aumento de los Otros pasivos financieros corrientes por MMUS\$ 10,3, explicado principalmente por la reclasificación por vencimiento desde Otros pasivos financieros no corrientes de compromisos bancarios vigentes por MMUS\$ 10,0.

Por su parte, la disminución en los Pasivos no corrientes de MMUS\$ 10,5 se explica principalmente por la disminución de los Otros pasivos financieros no corrientes por MMUS\$ 9,8, asociado principalmente a la reclasificación por vencimiento por MMUS\$ 10,0 explicada recientemente, y por una disminución en Otras provisiones no corrientes por MMUS\$ 0,7.

Al 30 de septiembre de 2018, el patrimonio aumento en MMUS\$ 11,1 con respecto al existente al 31 de diciembre de 2017. Esta variación se explica por la Ganancia del ejercicio registrada durante los primeros nueve meses de 2018 de MMUS\$ 5,4, y por el aumento en Otras reservas de MMUS\$ 5,7, el que a su vez se explica en su totalidad por la participación de CSAV en los Otros resultados integrales y Otras reservas patrimoniales de HLAG. Mayores detalles acerca de las variaciones patrimoniales se pueden encontrar en la nota 28 f) de los presentes Estados Financieros Consolidados Intermedios.

b) Estado de Resultados

	Al 30 de septiembre de 2018	Al 30 de septiembre de 2017	Variación
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
Ingresos de actividades ordinarias	69,0	82,1	(13,1)
Costo de ventas	(65,1)	(76,1)	11,0
Ganancia bruta	3,9	6,0	(2,1)
Gasto de administración	(7,5)	(7,3)	(0,2)
Otros gastos e ingresos operacionales	9,0	4,1	4,9
Resultado de actividades operacionales	5,4	2,8	2,6
R.A.I.I.D.A.I.E. (EBITDA, sin participación en asociadas)*	4,9	3,3	1,5
Gastos financieros netos	(3,7)	(3,0)	(0,7)
Participación en asociadas y negocios conjuntos	3,7	(160,8)	164,5
Diferencia de cambio y otros no operacionales	(0,7)	0,3	(1,0)
Gasto por impuesto a las ganancias	1,0	(38,1)	39,1
Resultados después de impuestos operaciones continuadas	5,7	(198,8)	204,5
Resultados después de impuestos operaciones descontinuadas	(0,3)	(0,6)	0,3
Resultado atribuible a los propietarios de la controladora	5,4	(199,4)	204,8

*EBITDA considera diferencia de cambio.

El **Resultado atribuible a la controladora** acumulado al tercer trimestre de 2018 ascendió a una ganancia de MMUS\$ 5,4, lo que representa un mejor resultado de MMUS\$ 204,8 respecto al mismo período del año anterior.

El **Resultado de actividades operacionales**, ascendió a una utilidad de MMUS\$ 5,4 para los nueve meses de 2018, lo que representa un mejor resultado de MMUS\$ 2,6 respecto al mismo período del año anterior. Este mejor resultado se explica principalmente por los ingresos por MMUS\$ 7,9 obtenidos durante el 2018 por la venta de parte de los inmuebles clasificados como propiedades de inversión, indicados en el capítulo anterior, compensado parcialmente por la venta de otros inmuebles, también clasificados como propiedades de inversión, realizada durante el 2017 por MMUS\$ 2,7, siendo presentados ambos efectos en la cuenta Otros gastos e ingresos operacionales. Lo anterior es compensado parcialmente por un mayor Gasto de administración por MMUS\$ 0,2, y por el menor resultado de la operación directa de CSAV, observado en la disminución de la Ganancia bruta de MMUS\$ 2,1 respecto al periodo anterior.

El Estado de Resultados de CSAV muestra que los **Ingresos de actividades ordinarias** alcanzaron los MMUS\$ 69,0 para los primeros nueve meses de 2018, lo que representa una caída de MMUS\$ 13,1 respecto al mismo periodo de 2017. Esto se explica por una disminución en la venta de slots en naves operadas del negocio Car Carrier, debido a un cambio en la estructura de operación del servicio de Asia y de optimizaciones de espacio en otros servicios, sumado a una menor tarifa de flete promedio para el período.

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 los primeros nueve meses de 2018, contribuyó a mitigar la disminución en las tarifas.

El **Costo de Ventas** alcanzó a MMUS\$ 65,1 acumulado al tercer trimestre de 2018, lo que representa una disminución de MMUS\$ 11,0 respecto a igual periodo del año anterior. Esta disminución está principalmente asociada a una estructura operacional de menor tamaño, como indicado anteriormente, y a un aumento en la tasa de utilización de naves, que ha permitido absorber una parte los incrementos del costo de la flota, principalmente respecto a los costos de combustible y arriendo de naves. Los ahorros anteriormente explicados han permitido revertir también el incremento en costos asociado al aumento del precio promedio del combustible, que aumentó en un 28% comparado con los primeros nueve 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\$ 7,5, presentando un aumento de MMUS\$ 0,2 con relación al acumulado al tercer trimestre de 2017. Los **Otros gastos e ingresos operacionales** alcanzaron a MMUS\$ 9,0, durante los primeros nueve meses de 2018, lo que representa un aumento de MMUS\$ 4,9, el cual se explica principalmente por los efectos de la venta en 2018 y 2017 de parte de los inmuebles clasificados como propiedades de inversión, indicados anteriormente.

Con respecto al resultado en las **Participación de asociadas y negocios conjuntos**, CSAV reconoció durante el período 2018 una utilidad de MMUS\$ 3,7 en el rubro, la que comparada con el mismo periodo del 2017 representa un mayor resultado por MMUS\$ 164,5. Esta mejora se explica principalmente por la pérdida de MMUS\$ 167,2 registrada durante el segundo trimestre de 2017 por el efecto de la dilución de la participación de CSAV sobre HLAG, tras el cierre de la fusión entre HLAG y United Arab Shipping Company (en adelante UASC) el 24 de mayo de 2017. A lo anterior, se suma un mejor resultado por la participación directa de CSAV en los resultados de HLAG de MMUS\$ 6,3 respecto al 2017, y una utilidad registrada como resultado de la adquisición de la participación adicional en HLAG por MMUS\$ 0,9, explicada anteriormente. Estos efectos fueron compensados parcialmente una menor amortización del PPA de la inversión en HLAG por MMUS\$ 9,9 respecto al mismo periodo del año anterior.

Es importante recordar que, tras la fusión entre HLAG y UASC, la naviera alemana se convirtió en la quinta naviera portacontenedores más grande del mundo, estimando la administración de HLAG que la fusión genere sinergias anuales de MMUS\$ 435, de las cuales se ha capturado una porción importante a la fecha, proyectándose el capturar un 90% de dichos ahorros al término del 2018, para luego alcanzar el cien por ciento en 2019.

En consideración a las significativas sinergias que esta fusión ha generado y generará 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 y al consecuente aumento en los volúmenes transportados, entre otros, la combinación de negocios con UASC se considera 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 continuar mejorando 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 la compañía 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 produjo 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 normas 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, implicó 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 7x 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. Para mayores detalles respecto a la combinación de negocios y sus efectos contables, referirse a la nota 40 de los Estados Financieros Consolidados al 31 de diciembre de 2017.

Continuando con el análisis de los resultados, 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 las amortizaciones de sus PPA's sobre HLAG, determinados al cierre de

la combinación de negocios entre CSAV y HLAG en diciembre de 2014 y por la adquisición incremental de acciones de HLAG luego del cierre de su combinación de negocios con UASC en 2017 (acorde con NIIF N° 3 y NIC N° 28).

Este rubro se compone, para los primeros nueve meses de 2018, de la utilidad atribuible a los propietarios de la controladora que reportó HLAG de MMUS\$ 5,2, compuesta por una pérdida MMUS\$ 46,3 durante el primer trimestre, una pérdida por MMUS\$ 84,6 durante el segundo trimestre y una utilidad por MMUS\$ 136,1 durante el tercer trimestre, más las dos amortizaciones que corresponde aplicar dada la incorporación en la propiedad de HLAG en 2014 y el incremento en la propiedad realizado luego que ésta se fusionara con UASC, las cuales ascienden trimestralmente a un mejor resultado de MMUS\$ 4,1 y a una pérdida de MMUS\$ 16,5 respectivamente para el periodo 2018. Respecto a dichos valores la Compañía aplicó su participación proporcional en los resultados acumulados del periodo, correspondiendo estos al 25,46% para el primer trimestre y al 25,86% para el segundo y tercer trimestre, y correspondiendo aplicar para el caso de los PPA un 22,58% y 2,89% para el primer trimestre, respectivamente, y un 22,58% y 3,29% (2,89% más el incremento del 0,4%) para el segundo y tercer trimestre, respectivamente. De esta forma, CSAV reconoció una utilidad MMUS\$ 1,6, correspondiente a su participación directa en los resultados de HLAG y una utilidad de MMUS\$ 1,2 por su participación en la amortización de PPA, registrando una utilidad neta de MMUS\$ 2,8. A lo anterior, debemos agregar la utilidad generada por el *badwill* registrado durante el segundo trimestre de 2018 de MMUS\$ 0,9, resultado del incremento en la propiedad de HLAG realizado luego que ésta se fusionara con UASC, obteniendo un efecto neto de MMUS\$ 3,7 en los resultados.

Para los primeros nueve meses de 2018, CSAV reconoció un **Gasto por impuesto a las ganancias** de MMUS\$ 1,0 de utilidad, lo que representa un menor gasto por MMUS\$ 39,1 respecto al mismo periodo de 2017. Esta variación se explica principalmente por el menor gasto por impuestos diferidos en 2018 asociado a la depreciación del Euro, dada la estructura de financiamiento dentro del Grupo CSAV necesaria para mantener la inversión en HLAG, acorde a lo detallado en la sección a) anterior.

De esta forma, el **Resultado atribuible a los propietarios de la controladora** registró una utilidad acumulada al tercer trimestre de 2018 de MMUS\$ 5,4, lo que representa un mejor resultado por MMUS\$ 204,8 respecto al mismo periodo del año anterior.

c) Resultado Operacional por Segmento

Al 30 de septiembre de 2018, 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, como lo indica la NIIF N°5.

A continuación, se presenta la apertura del resultado acumulado por segmentos para los nueve meses de 2018 (más detalles en la Nota 6 de los presentes Estados Financieros Consolidados Intermedios):

Negocio Portacontenedores	Al 30 de	Al 30 de	Variación
	septiembre	septiembre	
	de 2018	de 2017	
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
Gasto de administración	(3,1)	(2,6)	(0,5)
Resultado Operacional	(3,1)	(2,6)	(0,5)
Gastos financieros netos	(4,2)	(3,4)	(0,8)
Participación en asociadas y negocios conjuntos	3,7	(160,8)	164,5
Diferencia de cambio y otros no operacionales	(0,7)	0,3	(1,0)
Gasto por impuesto a las ganancias	3,5	(36,9)	40,4
Resultado atribuible a la controladora	(0,8)	(203,4)	202,6

El segmento portacontenedores presentó al 30 de septiembre de 2018 una pérdida acumulada de MMUS\$ 0,8, lo que representa un mejor resultado de MMUS\$ 202,6 respecto al mismo periodo del año anterior, explicado principalmente por un mejor resultado proveniente de la participación en HLAG de MMUS\$ 164,5, explicado previamente, y por un menor gasto en impuestos de MMUS\$ 40,4, asociado principalmente a la estructura de financiamiento de la inversión en HLAG, según lo explicado en las secciones anteriores. Lo anterior se encuentra parcialmente compensado por una pérdida de MMUS\$ 1,0 generada por efecto de Diferencia de cambio y por mayores gastos financieros de MMUS\$ 0,8, asociados al costo por intereses de pasivos financieros relacionados a la inversión en HLAG, y a un aumento en Gasto de administración de MMUS\$ 0,5.

Otros servicios de transporte	Al 30 de septiembre de 2018	Al 30 de septiembre de 2017	Variación
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
Ingresos de actividades ordinarias	69,0	82,1	(13,1)
Costo de ventas	(65,1)	(76,1)	11,0
Ganancia bruta	3,9	6,0	(2,1)
Gasto de administración	(4,4)	(4,7)	0,3
Otros gastos e ingresos operacionales	9,0	4,1	4,9
Resultado Operacional	8,5	5,4	3,1
Gastos financieros netos	0,5	0,4	0,1
Diferencia de cambio y otros no operacionales	-	-	-
Gasto por impuesto a las ganancias	(2,5)	(1,2)	(1,3)
Resultados después de impuestos operaciones continuadas	6,5	4,6	1,9
Resultados después de impuestos operaciones descontinuadas	(0,3)	(0,6)	0,3
Resultado atribuible a la controladora	6,2	4,0	2,2

El segmento Otros servicios de transporte presenta para los nueve meses de 2018 una utilidad de MMUS\$ 6,2, lo que representa un mejor resultado de MMUS\$ 2,2 respecto del mismo periodo del año anterior, explicado principalmente por un mejor resultado en Otros gastos e ingresos operacionales por MMUS\$ 4,9, el que a su vez se explica principalmente por el efecto neto de las utilidades registradas durante el tercer trimestre de 2018 y durante el primer semestre de 2017 de MMUS\$ 7,8 y de MMUS\$ 2,7 respectivamente, asociados a la venta de parte de los inmuebles clasificados como propiedades de inversión, explicado en secciones anteriores, por una disminución de MMUS\$ 0,3 en Gastos de administración, y por un aumento de MMUS\$ 0,1 en los Gastos financieros netos.

Lo anterior se encuentra parcialmente compensado por un menor margen bruto de MMUS\$ 2,1, el que, a su vez, se compone de una disminución en los Ingresos de actividades ordinarias por MMUS\$ 13,1, compensados por una disminución en el Costo de ventas por MMUS\$ 11,0, ambas variaciones acordes a lo explicado en la sección b) anterior. Adicionalmente, el Gasto por impuesto a las ganancias presenta una variación de MMUS\$ 1,3 de mayor costo, principalmente explicado por el impuesto asociado a la venta de las propiedades, compensado por el menor resultado tributable del segmento.

d) Análisis del Flujo de Efectivo

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

	al 30 de septiembre de 2018	al 30 de septiembre de 2017	Variación
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
Flujo procedente de Operaciones	(20,1)	(13,4)	(6,7)
Flujos operacionales	(19,6)	(14,3)	(5,3)
Impuestos y otros	(0,5)	0,9	(1,4)
Flujo procedente de Actividades de Inversión	2,8	4,7	(1,9)
Otros pagos para adquirir participaciones en negocios conjuntos	(28,4)	0,1	(28,5)
Dividendos recibidos	30,2	-	30,2
Importes procedentes de ventas de propiedades, planta y equipo	-	4,2	(4,2)
Flujos de efectivo procedentes de la pérdida de control de subsidiarias	0,5	-	0,5
Intereses recibidos	0,5	0,4	0,1
Flujo procedente de Actividades de Financiamiento	(3,8)	(3,1)	(0,7)
Obtención y pago de préstamos	(31,5)	-	(31,5)
Importes procedentes de préstamos de corto plazo	31,3	-	31,3
Pago de intereses	(3,6)	(3,0)	(0,6)
Dividendos pagados y otros	-	(0,1)	0,1
Efecto de variación por tipo de cambio	(0,7)	0,5	(1,2)
Flujo de efectivo y equivalentes al efectivo	(21,8)	(11,3)	(10,5)

La variación neta de la cuenta **Efectivo y equivalentes al efectivo**, entre el 31 de diciembre de 2017 y el 30 de septiembre de 2018, fue negativa en MMUS\$ 21,8, lo que representa un menor flujo neto de MMUS\$ 10,5 respecto al mismo período del año anterior.

El **Flujo procedente de actividades de operación** fue negativo en MMUS\$ 20,1 a los nueve meses de 2018, lo que representa una baja de MMUS\$ 6,7 respecto al mismo período del año anterior. El flujo del periodo se explica por la utilización de ciertas provisiones operativas, tales como contratos onerosos y gastos de administración, y principalmente por el pago de obligaciones provisionadas no recurrentes asociadas al término de los procesos sancionatorios de las autoridades de libre competencia en el negocio de transporte de vehículos, según lo explicado en secciones anteriores, los que implicaron un desembolso total de flujo no recurrente de MMUS\$ 13,1 durante el periodo. Excluyendo estos efectos, el flujo de las operaciones recurrentes alcanza a una disminución de efectivo neto de MMUS\$ 7,0.

El **Flujo procedente de actividades de inversión** fue positivo en MMUS\$ 2,8 al 30 de septiembre de 2018, presentando una disminución de MMUS\$ 1,9 respecto al mismo período del año anterior. El flujo acumulado se explica principalmente por los dividendos recibidos de HLAG distribuidos durante el tercer trimestre de 2018 por MMUS\$ 30,2, descontando de los costos de adquisición del 0,4% adicional en la participación de HLAG por MMUS\$ 28,4 realizado durante el segundo trimestre de 2018, según lo indicado en secciones anteriores, más el pago de MMUS\$ 0,5 asociado a un saldo de precio

por la venta de la filial Norgistics Chile S.A. realizada en el ejercicio 2017 (para mayor información ver nota 14 de Los Estados Financieros al 31 de diciembre de 2017), y una ganancia de MMUS\$ 0,5 asociada a los intereses percibidos por depósitos a plazo mantenidos por la compañía.

El **Flujo procedente de actividades de financiamiento** fue negativo por MMUS\$ 3,8 al 30 de septiembre de 2018, lo que representa un menor flujo de MMUS\$ 0,7 respecto al mismo período del año anterior, principalmente explicado por un mayor pago por intereses asociado al alza de la tasa Libor de pasivos financieros con tasa variable del segmento portacontenedores durante el periodo y en menor medida, por el giro y pago del crédito puente con el BCP para la compra del porcentaje adicional en la participación de HLAG, realizado durante el 2018.

2. Situación de Mercado

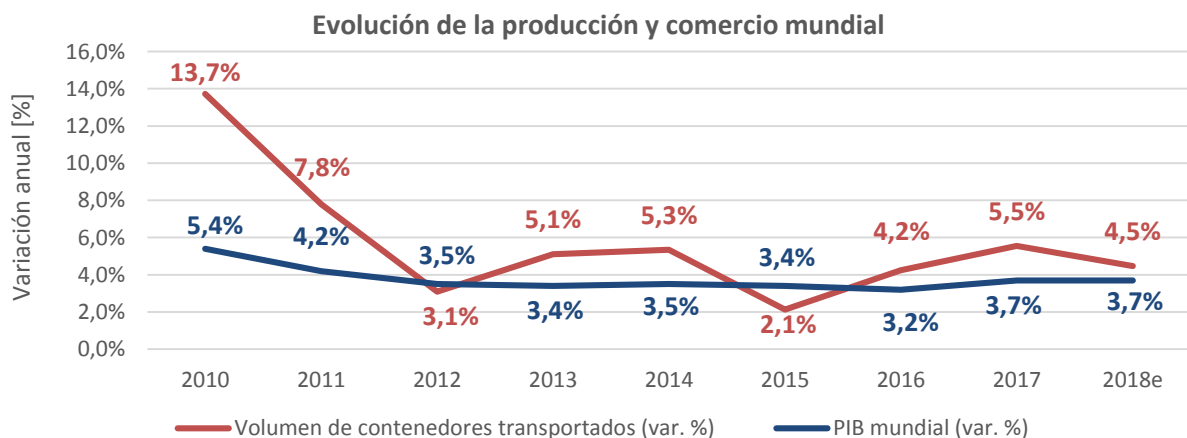
a) Segmento Portacontenedores

La Compañía participa en el negocio portacontenedores a través de su inversión de un 25,86% en HLAG (contabilizado como negocio conjunto bajo el método de la participación). Si bien CSAV controla conjuntamente a HLAG con otros dos accionistas, dicho negocio conjunto posee una administración independiente que gestiona y controla sus riesgos en forma autónoma y de acuerdo con 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 en los últimos trimestres, 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.



Fuente: Fondo Monetario Internacional - Perspectivas de la Economía Mundial Octubre-18, Clarkson Research Octubre-18.

Sin embargo, el Fondo Monetario Internacional (FMI) en su reporte de octubre de 2018 informa que el 2017 la actividad económica a nivel mundial registró una variación anual de 3,7%, siendo esta el mayor registro de los últimos seis años, manteniéndose las estimaciones publicadas en julio de 2018, a pesar de haberse contraído levemente en 0,1 puntos porcentuales respecto a las estimaciones publicadas en abril de 2018. Respecto a las proyecciones de crecimiento del PIB mundial para el

2018 entregadas en este último reporte del FMI, se estima que esta alcanzará un 3,7%, disminuyendo por primera vez, en 0,2 puntos porcentuales, las estimaciones publicadas en sus reportes anteriores de enero, abril y julio de 2018. Las cifras anteriores permiten mantener una estimación un crecimiento de la demanda por transporte de contenedores cercana a un 5% para los próximos años, de forma consistente con las proyecciones de los principales analistas de la industria. Estos mayores crecimientos en la demanda, aun siendo menores a los del inicio de la última década, ya son suficientemente altos para continuar absorbiendo los crecimientos esperados en la oferta para los próximos años.

De manera consistente con lo anterior, en 2017 se registró un crecimiento de la demanda de transporte en contenedores de 5,5% y para 2018 se espera que éste se mantenga a niveles cercanos al 4,5%, asociados a un mayor dinamismo de la economía mundial y de la actividad comercial. Las proyecciones para el 2017 se elevaron en relación a las mantenidas a inicios mismo año (4,2% para 2017 y 4,6% para 2018), debido al incremento en los índices de volumen transportado de la industria, a partir de la segunda mitad de 2017, aunque proyectándose una leve baja en las proyecciones para el 2018.

Cabe señalar, que la menor proyección de crecimiento en los volúmenes transportados para el 2018 respecto al 2017 se explica principalmente por el posible impacto estimado en los tráficos desde Asia (Transpacífico y Lejano Oriente) de las medidas arancelarias implementadas por China y Estados Unidos a sus importaciones, las cuales aún no se evidencian de forma clara y significativa en los volúmenes transportados, pero están siendo consideradas por los analistas en sus proyecciones.

Respecto al positivo resultado del crecimiento económico mundial en 2017, el FMI indica que dicha tendencia continuaría, aunque este podría estar alcanzando un nivel máximo en algunas grandes economías y que se encontraría menos sincronizado que antes entre los países, observándose entre las economías desarrolladas, por un lado, el afianzamiento del crecimiento de Estados Unidos y, por otro lado, la revisión a la baja de la zona Euro y Japón. Respecto a las economías emergentes, las brechas en el crecimiento entre los países se incrementan debido al alza en el precio del petróleo, alza en la inflación, el incremento en las rentabilidades en Estados Unidos, las tensiones comerciales existentes y las presiones cambiarias generadas sobre dichas economías.

Para el 2018, se prevé que, a pesar de los riesgos para el crecimiento han aumentado durante los últimos seis meses y que la posibilidad de sorpresas positivas se ha disipado respecto a medidas arancelarias asociadas al comercio exterior, la proyección de crecimiento mundial conservaría una tasa positiva respecto a los años anteriores, respaldada por un aumento de la demanda interna, sobre todo en la inversión, la cual ha sido un componente importante en la recuperación mundial.

Las economías desarrolladas mantendrán un nivel del crecimiento similar al 2017 durante el 2018, manteniéndose las proyecciones respecto al informe de julio, principalmente por los crecimientos bajo los esperados registrados en la zona Euro y Reino Unido, y a una marcada ralentización del

crecimiento de la población en edad activa. Para las economías emergentes, ésta se revisó a la baja respecto a las proyecciones de julio, debido al incremento de la inflación a nivel general, al alza de la tasa de los fondos federales en Estados Unidos y a una estimación de desaceleración de la demanda externa de China. Para América Latina, proyecta una leve baja respecto al 2017, lo que representa una importante disminución respecto al estimado en el informe de julio y abril, principalmente debido a las condiciones financieras y políticas de Brasil y Argentina.

- **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.

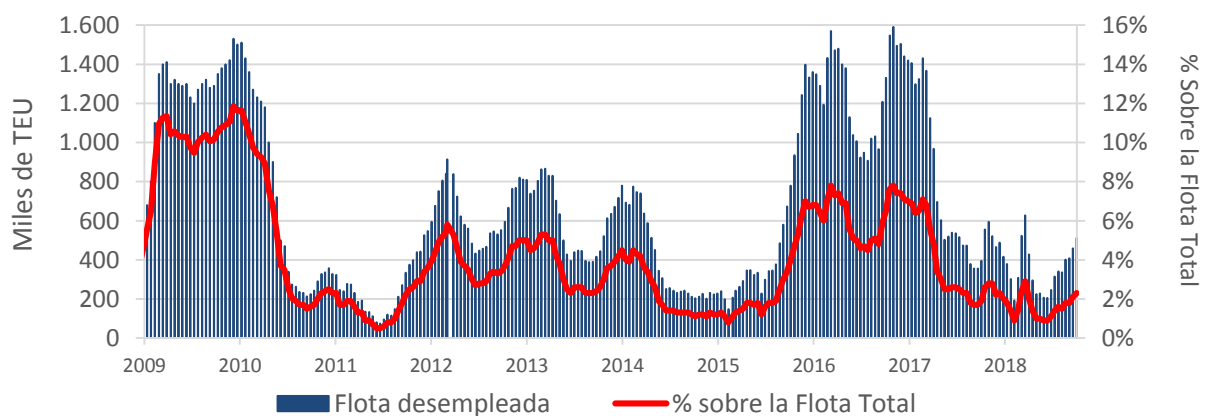
Al 30 de septiembre de 2018, las naves en construcción alcanzaron al 13,0% de la flota mundial en operación, según datos de Alphaliner, manteniéndose dentro de sus niveles mínimos históricos. Esto es un reflejo de los esfuerzos de racionalización del crecimiento de la industria, que se traduce en que 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 38% 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 en la inversión y el despliegue de flota para su posicionamiento en los distintos tráficos operados por las alianzas globales.

Durante el 2016 y 2017 se observó un nivel relevante de desguace de naves, manteniendo estos años el primer y tercer lugar respecto a los registros históricos más altos existente, alcanzado valores cercanos al 3% y 2% de la flota mundial existente, respectivamente, y manteniéndose la tendencia en la disminución de la edad promedio de las naves desguazadas. Tras estos intensos años, la tendencia a disminuir durante el 2018, observándose durante los primeros nueve meses del año

niveles más reducidos de desguace de naves, explicados en parte por los fuertes esfuerzos de años anteriores. En este sentido, un efecto relevante que explica en parte esta tendencia en los últimos años 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 de sus inversiones y uso de sus activos, en donde actualmente las órdenes de construcción se han estabilizado en niveles bajos, el menor dinamismo comparativo 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. Durante el 2018, los niveles de flota desempleada se han mantenido en los niveles más bajos de los últimos tres años, registrando al 30 de septiembre de 2018 un 2,3% de la flota total existente, según datos de Alphaliner, esto debido a los esfuerzos previos de la industria y a la mayor certidumbre en la definición de las estructuras de operación de las alianzas y en los procesos de consolidación de la industria.

Evolución flota desempleada



Fuente: Alphaliner- Reporte Mensual Octubre-18

Es importante destacar que en la actualidad dicha flota desempleada corresponde principalmente a naves de tamaño entre 1.000 y 5.000 TEUs, principalmente bajo la propiedad de compañías no operadoras, 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 presentó 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 lograr una adecuada rentabilidad.

Adicionalmente, las tarifas en otros tráficos no presentaron 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.

Por su parte, durante los primeros nueve meses de 2018 se ha observado un comportamiento de las tarifas altamente estacional, evidenciándose un deterioro durante los primeros tres meses del año, especialmente en las rutas desde Asia, producto del año nuevo chino y los menores volúmenes transportados en el periodo, a lo cual debemos sumar una reactivación de la actividad de transporte por el inicio del *peak season* algo más débil de lo esperado durante los siguientes seis meses del año. A este efecto se sumó una importante entrega de nuevas naves durante el 2018, las cuales se concentraron en la primera mitad del año, afectando las tarifas en dicho periodo. Sin embargo, esto se ha ido revirtiendo durante la segunda mitad del año, coincidiendo también con un alza en los volúmenes transportados producto del *peak season*.

- **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, concluida en 2018 bajo el nombre de Ocean Network Express (ONE), 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 con 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. Adicionalmente, se concretó en julio de 2018, la adquisición de la compañía hongkonesa Orient Overseas Container Lines (OOCL) por parte de compañía naviera china COSCO (previamente fusionada con China Shipping), anunciada a mediados de 2017.

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 seis 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 o transacciones que les permitan mejorar su flota, expandir su cobertura a una escala global y reducir sus costos.

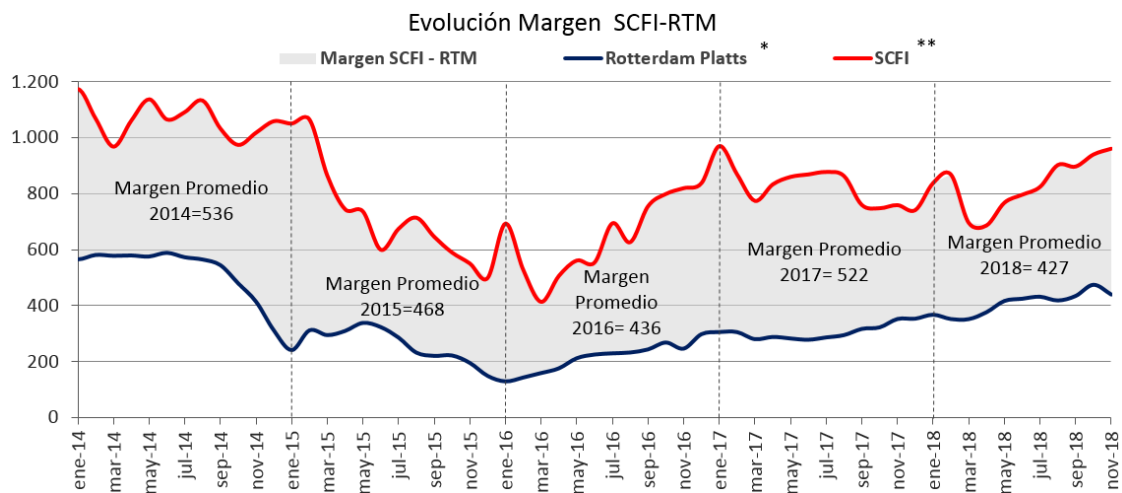
Del mismo modo, durante los últimos años las compañías navieras han aumentado los acuerdos de operaciones conjuntas y alianzas operacionales con el fin de mejorar los niveles de servicio a sus clientes ampliando la cobertura geográfica de sus servicios navieros, obteniendo a la vez economías de escala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

La nueva estructura de alianzas anunciada durante 2016 comenzó a operar de forma global en los distintos tráficos desde el segundo trimestre de 2017, 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 durante 2016 y 2017, al igual que ha ocurrido con otros *commodities*. Durante 2017, el precio del combustible aumentó de manera importante, aunque estabilizándose a fines del año, registrando un precio promedio más alto que los observados en 2015 y 2016. Durante el primer semestre de 2018 el precio del petróleo retomó una marcada tendencia al alza, la cual se ha mantenido a la fecha.

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 nuevo 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 portacontenedores sigue presentando un desafiante escenario para todos sus participantes, aunque mostrando mejoras significativas en algunos indicadores clave, los cuales permiten proyectar mejores perspectivas hacia adelante. Si bien, aun no se observa una recuperación consistente de las tarifas en los múltiples tráficos, durante 2018 se mantiene una tendencia a la recuperación observada desde el 2017, principalmente en las rutas desde el Lejano Oriente, 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 trimestres una mejora en los indicadores de flota y de balance oferta-demanda, lo que da señales de mejores perspectivas respecto a la estabilidad futura y el nivel de las tarifas ex-bunker. Estas mejoras se han visto en parte reflejadas en el incremento de los resultados operacionales de muchos de los operadores de la industria durante 2017 y 2018. Aun así, la industria continúa adecuadamente enfocada en el nuevo paradigma asociado a la optimización de 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, las que una eventual recuperación del mercado pudiera amplificar de forma transitoria, tanto en el arriendo de naves como en los demás 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 2018, 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 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, el que recién comenzó a revertirse a fines de 2016 y con mayor fuerza durante 2018.

Para el mercado de Chile, las ventas totales vehículos livianos nuevos durante los primeros nueve meses de 2018 aumentaron un 19%, sin embargo, en el mercado de Perú, las ventas totales de vehículos livianos durante los primeros ocho meses de 2018 registraron una reducción de un 5% en comparación a igual periodo de 2017 (fuente: ANAC y AAP). A pesar de esto último, se estima un crecimiento conjunto de los mercados que permita recuperar 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. Lo anterior debe matizarse considerando que aún existe cierta 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 local decidieran aumentar su capacidad asignando flota adicional a éste, destruyendo la posibilidad de lograr un equilibrio entre oferta y demanda y la potencial recuperación de tarifas para los mercados locales en los que opera CSAV. Dicho lo anterior, durante 2018 se ha visto una menor oferta de naves para arriendo y, consecuentemente, un aumento en las tarifas de arriendo de naves, lo que permite prever que existirá una menor disponibilidad de flota para eventuales crecimientos en la oferta, en los tráficos relevantes para CSAV.

3. Análisis de los Riesgos de Mercado

Como se describe en la Nota 5 de los presentes Estados Financieros Consolidados Intermedios, la inversión que CSAV mantiene en HLAG es hoy su principal activo (86% del total de activos al 30 de septiembre de 2018), 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 con 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 cifras publicadas por el Fondo Monetario Internacional (FMI) para el cierre de 2017 hacen prever una positiva evolución del producto interno bruto mundial para los próximos años, informándose un crecimiento de un 3,7% para 2017, reduciendo en 0,1 puntos porcentuales esta proyección respecto a las estimaciones de abril de 2018, pero manteniendo el nivel según lo proyectado en julio de 2018, por lo que en términos de demanda estimada no se proyectan cambios que involucren riesgos importantes en el corto plazo. Por otra parte, el FMI proyecta que el comercio mundial (productos y servicios) creció un 5,2% en 2017 versus un 2,2% en 2016, lo que parece confirmar un positivo escenario de crecimiento en volúmenes transportados para este 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 el riesgo de un aumento relevante 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 desde los niveles observados al 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 Intermedios.

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 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, sin embargo, existen ciertos activos y pasivos en otras monedas los cuales se detallan en la Nota 33 de los presentes Estados Financieros Consolidados Intermedios. Al 30 de septiembre de 2018, 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.

4. Índices Financieros

Los principales indicadores financieros al 30 de septiembre de 2018 son los siguientes:

a) Índice de Liquidez

Índices de Liquidez		al 30 de septiembre de 2018	al 31 de diciembre de 2017
Liquidez Corriente	= $\frac{\text{Activos Corrientes}}{\text{Pasivos Corrientes}}$	1,813	1,780
Razón Ácida	= $\frac{\text{Efectivo y equivalentes al Efectivo}}{\text{Pasivos Corrientes}}$	0,668	1,098

- Liquidez Corriente:** Este índice aumentó respecto a diciembre de 2017 debido a una disminución de los pasivos corrientes (-20% / MMUS\$ 7,6), compensado en parte por una caída de los activos corrientes (-18% / MMUS\$12,7). La disminución de los pasivos corrientes se explica por la reducción de Otras provisiones, explicada por el reverso de provisiones por el término de los procesos sancionatorios de las autoridades de libre competencia en el negocio de transporte de vehículos, y por la disminución de Cuentas comerciales y otras cuentas por pagar, compensadas parcialmente por el aumento de los Otros pasivos financieros corrientes, explicado principalmente reclasificación por vencimiento de los compromisos financieros entre no corriente y corrientes. Por su parte, la disminución en los activos corrientes se explica por la caída en las cuentas Efectivo y equivalentes al efectivo. Todos estos efectos se explican en la sección 1 a) del presente informe.
- Razón Ácida:** Este índice disminuyó respecto a diciembre de 2017, debido a la caída del Efectivo y equivalente al efectivo (-51% / MMUS\$ 21,7), explicado principalmente por un flujo de actividades de operación negativo, asociado a la utilización de provisiones y el pago de obligaciones provisionadas no recurrentes por MMUS\$ 13,1, compensado parcialmente por la disminución de los pasivos corrientes (-20% / MMUS\$ 7,6), ambos efectos explicados en la sección 1 a) del presente informe.

b) Índice de Endeudamiento

Índices de Endeudamiento		al 30 de septiembre de 2018	al 31 de diciembre de 2017
Endeudamiento	= $\frac{\text{Pasivos Totales}}{\text{Patrimonio}}$	0,061	0,070
Endeudamiento de Corto Plazo	= $\frac{\text{Pasivos Corrientes}}{\text{Pasivos Totales}}$	0,237	0,260
Endeudamiento de Largo Plazo	= $\frac{\text{Pasivos No Corrientes}}{\text{Pasivos Totales}}$	0,763	0,740
Cobertura Gastos Financieros	= $\frac{\text{Resultado de Actividades Operacionales}}{\text{Gastos Financieros}}$	1,268	0,246

- **Endeudamiento:** Este índice mejoró en relación a diciembre de 2017 por una disminución de los Pasivos Totales (MMUS\$ 18,1 / -12% var.), acorde a lo explicado en la sección 1 a) del presente informe, y por un aumento del patrimonio (MMUS\$ 11,1/ 1% var.), generado principalmente por la variación en la inversión de HLAG, explicada previamente.
- **Endeudamiento de Corto Plazo:** Este índice disminuyó respecto a diciembre de 2017, debido a una baja en los pasivos corrientes (MMUS\$ 7,6 / -20% var.), compensado parcialmente por la disminución de los pasivos totales (MMUS\$ 18,1 / -12% var.), explicada en la sección 1 a) del presente informe.
- **Endeudamiento de Largo Plazo:** Este índice aumentó respecto a diciembre de 2017 debido a la disminución en los pasivos totales (MMUS\$ 18,1 / -12% var.), compensado parcialmente por la caída de los pasivos no corrientes (MMUS\$ 10,5 / -10% var.), explicada principalmente por la reclasificación del largo al corto plazo de parte de su saldo al corriente de acuerdo a su vencimiento, ambos efectos explicados en la sección 1 a) del presente informe.
- **Cobertura de Gastos Financieros:** Este índice aumentó en relación a diciembre de 2017, debido a un mejor resultado antes de impuestos e intereses (actividades operacionales) a los nueve meses de 2018 (MMUS\$ 4,1 / 315% var.), y por la disminución de los costos financieros acumulados (MMUS\$ 1,2 / 22% var.) respecto a diciembre 2017.

c) Índice de Rentabilidad

Índices de Rentabilidad		al 30 de septiembre de 2018	al 31 de diciembre de 2017
Rentabilidad del Patrimonio	= $\frac{\text{Resultado Controladora}}{\text{Patrimonio Promedio}}$	0,0027	-0,0912
Rentabilidad del Activo	= $\frac{\text{Resultado Controladora}}{\text{Activos Promedio}}$	0,0025	-0,0849
Rendimiento Activos Operacionales	= $\frac{\text{Resultado de Actividades Operacionales}}{\text{Activos Operacionales Promedio}^*}$	0,0029	0,0007
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	= $\frac{\text{Resultado Controladora}}{\text{Número de Acciones}}$	0,0001	-0,0051
Valor Bursátil de la Acción (en pesos chilenos)	=	21,0	33,2

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

- Rentabilidad del Patrimonio:** El indicador aumentó en comparación con el observado a diciembre de 2017, debido a un mejor resultado atribuible a los controladores por MMUS\$ 5,4 acumulado al tercer trimestre de 2018 en comparación a las pérdidas de MMUS\$ 188,1 del 2017 (MMUS\$ 193,5 / 103% var.) y por un menor patrimonio promedio (MMUS\$ 90,1/ -4%).
- Rentabilidad del Activo:** Este índice aumentó en relación diciembre de 2017, debido a un mejor resultado atribuibles a los controladores, explicado en el indicador anterior (MMUS\$ 193,5, / 103% var.) y por un menor activo promedio (MMUS\$ 103,8 / -5% var.).
- Rendimiento Activos Operacionales:** El índice aumentó en relación a diciembre de 2017, debido a un mejor Resultado de actividades operacionales, pasando de un resultado acumulado de MMUS\$ 1,3 a diciembre de 2017 a uno de MMUS\$ 5,4 a septiembre de 2018 (MMUS\$ 4,1/ 315% var.) y por un menor Activo operacional promedio (MMUS\$ 85,4 / -4% var.).
- Retorno de Dividendos:** Este índice se mantuvo constante producto que no se han distribuido dividendos durante los ejercicios 2017 y 2018
- Resultado por Acción:** La utilidad por acción aumentó respecto a diciembre de 2017 producto de un mejor resultado (MMUS\$ 193,5 / 103% var.), acorde a lo explicado en el primer indicador de este subgrupo de ratios, manteniéndose sin variación el número total de acciones emitidas y suscritas.
- Valor bursátil de la acción:** El valor de la acción se redujo un 37% en relación a diciembre de 2017.

d) Índice de Actividad

Índices de Actividad		al 30 de septiembre de 2018	al 31 de diciembre de 2017
Rotación de Inventario	= $\frac{\text{Costo de Combustible}}{\text{Inventario Promedio}}$	4,767	5,221
Permanencia de Inventarios (días)	= $\frac{\text{Inventario Promedio} * 360}{\text{Costo de Combustible}}$	75,5	69,0

- **Rotación de Inventario:** Este indicador disminuyó respecto al observado al 31 de diciembre de 2017, debido a un incremento en el inventario promedio (MMUS\$ 0,3 / 9% var.), compensado por un menor costo de combustible (MMUS\$ 0,1 / -1% var.).
- **Permanencia de Inventario:** Debido a que la Rotación de inventarios disminuyó (indicador previamente analizado) la permanencia de estos mismos aumentó en relación a diciembre 2017, pasando de 69,0 a 75,5 días.