

## ANÁLISIS RAZONADO

En base a los Estados Financieros Consolidados  
al 31 de diciembre de 2018

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.....	6
c) Resultado Operacional por Segmento.....	10
d) Análisis del Flujo de Efectivo.....	12
<b>2. Situación de Mercado</b> .....	<b>14</b>
a) Segmento Portacontenedores.....	14
b) Segmento Otros Servicios de Transporte.....	21
<b>3. Análisis de los Riesgos de Mercado</b> .....	<b>23</b>
<b>4. Índices Financieros</b> .....	<b>25</b>
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 31 de diciembre de 2018	al 31 de diciembre de 2017	Variación
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
Activos corrientes	49,2	68,8	(19,6)
Activos no corrientes	2.208,7	2.197,2	11,5
<b>Total activos</b>	<b>2.257,9</b>	<b>2.266,0</b>	<b>(8,1)</b>

PASIVOS Y PATRIMONIO	al 31 de diciembre de 2018	al 31 de diciembre de 2017	Variación
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
Pasivos corrientes totales	31,1	38,6	(7,5)
Pasivos no corrientes	96,6	109,9	(13,3)
Patrimonio controladora	2.130,2	2.117,5	12,7
<b>Total pasivos y patrimonio</b>	<b>2.257,9</b>	<b>2.266,0</b>	<b>(8,1)</b>

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 Estados Financieros Consolidados, 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 31 de diciembre 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 31 de diciembre de 2018 asociados al negocio logístico y de *freight forwarder*, estos se presentan como operaciones descontinuadas, al igual que al 31 de diciembre de 2017, según a las disposiciones de la NIIF N°5.

Al 31 de diciembre de 2018, los activos totales disminuyeron en MMUS\$ 8,1 con respecto a los existentes al 31 de diciembre de 2017. Esta variación se explica por una disminución de MMUS\$ 19,6 en los activos corrientes, compensado parcialmente por el aumento de MMUS\$ 11,5 en los activos no corrientes.

La disminución de MMUS\$ 19,6 en los activos corrientes se explica principalmente por una disminución en las cuentas Efectivo y equivalentes al efectivo de MMUS\$ 18,1, el que se profundiza en la letra d) Análisis del Flujo de Efectivo del presente informe, y en menor medida, por una disminución de Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar y de los 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 del Inventario, explicado por una mayor cantidad de toneladas de combustible mantenidas, aunque a un precio promedio levemente menor, y por un aumento en los Otros activos no financieros.

Por otra parte, el aumento de MMUS\$ 11,5 en los activos no corrientes se explica por el aumento de MMUS\$ 7,2 en la cuenta de Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación y por un aumento de MMUS\$ 7,7 en la cuenta de Activos por impuestos diferidos, compensado parcialmente por una disminución en las cuentas Propiedades de inversión por MMUS\$ 3,1 y una disminución de MMUS\$ 0,3 en Propiedades, planta y equipos, variaciones que se explican en detalle a continuación.

La variación observada durante el ejercicio 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 primer 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 junio de 2018, posición que se ha mantenido al 31 de diciembre 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\$ 28,5, 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.

Acorde a las disposiciones de la NIC N°28 y la NIIF N°3, tras la adquisición del 0,4% adicional en la participación de HLAG, CSAV debió registrar directamente como una utilidad en los resultados el menor valor pagado (o *badwill*) generado al adquirir dichas acciones a un precio promedio menor que el valor razonable de los activos, acorde al último informe de análisis de asignación del precio de compra (*Purchase Price Allocation* o PPA), encargado por la CSAV a PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft (PwC Alemania).

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\$ 14,0, el que a su vez se compone de una utilidad de MMUS\$ 11,5 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\$ 1,6 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 del 0,4% de participación adicional en HLAG realizada durante el segundo trimestre de 2018, indicada anteriormente; (iii) un incremento registrado bajo el concepto de movimiento de capital por MMUS\$ 28,5 producto del costo de adquisición de la participación adicional en HLAG, indicada previamente; (iv) una disminución de MMUS\$ 7,2 por la participación de CSAV en los otros resultados integrales de HLAG durante el periodo; y (v) un incremento de MMUS\$ 2,1 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	
	MUS\$
<b>Saldo al 31 de diciembre de 2018</b>	<b>1.932,3</b>
Participación en resultados de HLAG	11,5
Efecto de PPA en resultados	1,6
Resultado por adquisición de participación	0,9
<b>Total participación en resultados</b>	<b>14,0</b>
Dividendos recibidos	(30,2)
Movimiento de capital	28,5
Participación en otros resultados integrales	(7,2)
Otros cambios patrimoniales	2,1
<b>Saldo al 31 de diciembre de 2019</b>	<b>1.939,5</b>

Mayores detalles respecto al saldo contable de la inversión de CSAV en HLAG y al movimiento de ésta durante el ejercicio 2018 y 2017, pueden encontrarse en la Nota 15 de los Estados Financieros 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\$ 7,8 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 el ejercicio 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 31 de diciembre de 2018, los pasivos totales disminuyeron en MMUS\$ 20,8 con respecto a los existentes al 31 de diciembre de 2017. Esta variación se explica por la disminución de MMUS\$ 7,5 en los Pasivos corrientes y una disminución de MMUS\$ 13,3 en los Pasivos no corrientes.

La disminución de MMUS\$ 7,5 en los pasivos corrientes se explica principalmente por una disminución en Otras provisiones por MMUS\$ 10,0, 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 parte del saldo de esta provisión debido al giro de la multa determinada por la Comisión Europea a CSAV por MMUS\$ 8,6, realizándose su pago efectivo durante el tercer trimestre de 2018, y además, por una disminución en contratos onerosos y una utilización de otras provisiones asociadas a gastos operacionales y administrativos, compensado parcialmente por una reclasificación a corriente de parte del saldo existente. En la misma línea, los Deudores comerciales y otras cuentas por pagar disminuyeron en MMUS\$ 8,9, principalmente asociado a una menor operación del negocio de transporte de vehículos; por su parte, los Pasivos clasificados como mantenidos para la venta disminuyeron en MMUS\$ 1,1, este debido al proceso de cierre asociado al negocio logístico y de *freight forwarder*, y las Provisiones por beneficios a los empleados por MMUS\$ 0,1.

Lo anterior, se compensa parcialmente por el aumento de los Otros pasivos financieros corrientes por MMUS\$ 10,8, explicado principalmente por la reclasificación por vencimiento de compromisos bancarios vigentes desde Otros pasivos financieros no corrientes por MMUS\$ 10,0, y además por un aumento en los Otros pasivos no financieros corrientes por MMUS\$ 1,8, asociado principalmente al efecto de la aplicación de la NIIF 15, dejando de registrar el correspondiente ajuste de grado de avance, acorde se explica en la nota 3.23 y la nota 29 de los Estados Financieros Consolidados.

Por su parte, la disminución en los Pasivos no corrientes de MMUS\$ 13,3 se explica principalmente por la disminución de los Otros pasivos financieros no corrientes por MMUS\$ 9,6, asociado principalmente a la reclasificación por vencimiento de compromisos bancarios vigentes por MMUS\$ 10,0 explicada recientemente, y además por una disminución en Otras provisiones no corrientes por MMUS\$ 3,7, asociada principalmente a la reclasificación de parte de las provisiones mantenidas como no corrientes a corrientes, indicadas previamente.

Al 31 de diciembre de 2018, el patrimonio aumento en MMUS\$ 12,7 con respecto al existente al 31 de diciembre de 2017. Esta variación se explica por la Ganancia del ejercicio registrada durante el periodo 2018 de MMUS\$ 18,3, lo que se ve compensado por una disminución en Otras reservas de MMUS\$ 5,6, 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 Estados Financieros Consolidados.

## b) Estado de Resultados

	Al 31 de diciembre de 2018	Al 31 de diciembre de 2017	Variación
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
Ingresos de actividades ordinarias	91,4	109,9	(18,5)
Costo de ventas	(87,2)	(102,6)	15,4
<b>Ganancia bruta</b>	<b>4,2</b>	<b>7,3</b>	<b>(3,1)</b>
Gasto de administración	(10,5)	(10,7)	0,2
Otros gastos e ingresos operacionales	10,0	4,7	5,3
<b>Resultado de actividades operacionales</b>	<b>3,7</b>	<b>1,3</b>	<b>2,4</b>
<b>R.A.I.I.D.A.I.E. (EBITDA, sin participación en asociadas) *</b>	<b>3,9</b>	<b>1,5</b>	<b>2,3</b>
Gastos financieros netos	(4,9)	(4,4)	(0,5)
Participación en asociadas y negocios conjuntos	14,0	(139,5)	153,5
Diferencia de cambio y otros no operacionales	(1,2)	1,0	(2,2)
Gasto por impuesto a las ganancias	7,1	(45,2)	52,3
<b>Resultados después de impuestos operaciones continuadas</b>	<b>18,7</b>	<b>(186,8)</b>	<b>205,5</b>
<b>Resultados después de impuestos operaciones descontinuadas</b>	<b>(0,5)</b>	<b>(1,3)</b>	<b>0,8</b>
<b>Resultado atribuible a los propietarios de la controladora</b>	<b>18,2</b>	<b>(188,1)</b>	<b>206,3</b>

\*EBITDA corresponde a Resultado Operacional más depreciación y amortización.

El **Resultado atribuible a la controladora** acumulado al 31 de diciembre de 2018 ascendió a una ganancia de MMUS\$ 18,2, lo que representa un mejor resultado de MMUS\$ 206,3 respecto al mismo período del año anterior.

El **Resultado de actividades operacionales**, ascendió a una utilidad de MMUS\$ 3,7 por el ejercicio de 2018, lo que representa un mejor resultado de MMUS\$ 2,4 respecto al mismo ejercicio del año anterior. Este mejor resultado se explica por un aumento en el rubro Otros gastos e ingresos operacionales de MMUS\$ 5,3, debido por los mayor resultado registrado por en la venta de inmuebles clasificados como propiedades de inversión, indicado en la letra a) anterior, correspondientes a MMUS\$ 7,9 en 2018, lo cuales fueron mayores a los MMUS\$ 2,7 obtenidos el 2017, y adicionalmente por un menor Gasto de administración por MMUS\$ 0,2. Sin embargo, lo anterior fue disminuido parcialmente por un menor resultado de la operación directa de CSAV, generado por una menor escala de operación del negocio de transporte de vehículos y un efecto de mayores costos de operación por el incremento del precio de combustible y la tarifas de arriendo de naves respecto al año anterior, lo cual se vio reflejado en una disminución de la Ganancia bruta de MMUS\$ 3,1 respecto al ejercicio 2017.

El Estado de Resultados de CSAV muestra que los **Ingresos de actividades ordinarias** alcanzaron los MMUS\$ 91,4 por el ejercicio de 2018, lo que representa una caída de MMUS\$ 18,5 respecto al mismo ejercicio de 2017. Esto se explica por una reducción de los volúmenes transportados en el

negocio Car Carrier, indicado previamente, y por la disminución de venta de espacio en naves operadas debido a un cambio en la estructura de operación del servicio de Asia y a optimizaciones de espacio en otros servicios. Lo anterior, compensado en parte por una mejora en la tarifa de flete promedio de la Compañía respecto al año anterior, gracias a una mayor selectividad aplicada a la cartera de clientes durante el proceso de reducción del tamaño de operación del negocio. Cabe destacar, que a nivel de los mercados locales las tarifas de transporte aun un presentan una negativa evolución, la cual fue compensada por la estrategia implementada por la Compañía.

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 2018, contribuyó a mitigar la caída de las tarifas.

El **Costo de Ventas** alcanzó a MMUS\$ 87,2 acumulado para el ejercicio de 2018, lo que representa una disminución de MMUS\$ 15,4 respecto a igual periodo del año anterior. Esta disminución está principalmente asociada a una estructura operacional de menor tamaño, según lo indicado anteriormente, compensado en parte por los incrementos del costo de la flota y de operación, asociados en mayor medida al arriendo de naves y al combustible utilizado, el cual aumentó un 30% respecto al ejercicio anterior. Sin embargo, CSAV ha mantenido un foco en el aumento de la tasa de utilización de naves, lo que le ha permitido absorber una parte del incremento en los costos, a través de una mayor eficiencia operacional. 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 porción del efecto negativo en costos se vio parcialmente compensado con mayores ingresos.

Los **Gastos de Administración** ascendieron a MMUS\$ 10,5, presentando una disminución de MMUS\$ 0,2 con relación al acumulado al ejercicio 2017. Los **Otros gastos e ingresos operacionales** alcanzaron a MMUS\$ 10,0 durante el ejercicio 2018, lo que representa un aumento de MMUS\$ 5,3 respecto al ejercicio anterior, el cual se explica principalmente por el mayor resultado registrado en la venta de inmuebles clasificados como propiedades de inversión, indicado anteriormente.

Con respecto al resultado en las **Participación de asociadas y negocios conjuntos**, CSAV reconoció durante el período 2018 una utilidad de MMUS\$ 14,0 en el rubro, la que comparada con el mismo periodo del 2017 representa un mayor resultado por MMUS\$ 153,5. 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 HLAG de MMUS\$ 9,9 respecto al 2017. Estos efectos fueron compensados parcialmente por una disminución del Resultado por adquisición de participación adicional en HLAG de MMUS\$ 13,9 respecto a 2017, asociado a un menor registro de utilidad por menor valor pagado (o *badwill*) en 2018, correspondiendo éstas a



un 0,40% en 2018 y a un 2,88% en 2017, y además, por una menor amortización del PPA de la inversión en HLAG por MMUS\$ 9,7 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, cuyos ahorros se han capturado casi en su totalidad al término del 2018. En consideración a las significativas sinergias que esta fusión ha generado para Hapag-Lloyd, la combinación de negocios con UASC se considera como una operación de alto valor económico para la Compañía y que le permitirá continuar mejorando su desempeño relativo respecto a sus principales competidores.

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 reflejé el valor presente de las sinergias, no es posible considerarlas como parte del valor contable adquirido. 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 PPAs 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).

Para el ejercicio 2018, el rubro Participación de asociadas y negocios conjuntos se compone de la utilidad atribuible a los propietarios de la controladora que reportó HLAG de MMUS\$ 43,5, la que se descompone trimestralmente por una pérdida de MMUS\$ 46,3 durante el primer trimestre, una pérdida de MMUS\$ 84,6 durante el segundo trimestre, una utilidad de MMUS\$ 136,1 durante el tercer trimestre y una utilidad de MMUS\$ 38,3 durante el cuarto trimestre, más las dos amortizaciones de PPAs 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. Respecto a dichos valores la Compañía aplicó su participación proporcional en los resultados acumulados del periodo de HLAG, correspondiendo estos al 25,46% para el primer trimestre y al 25,86% para el segundo, tercer y cuarto 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% para el segundo, tercer y cuarto trimestre, respectivamente. De esta forma, CSAV reconoció una utilidad de MMUS\$ 11,5, correspondiente a su participación directa en los resultados de HLAG y una utilidad de MMUS\$ 1,6 por su participación en la amortización de los PPAs, registrando una utilidad neta de MMUS\$ 13,1. A lo anterior, debemos agregar la utilidad generada por el *badwill* registrado durante el segundo trimestre de 2018 de MMUS\$ 0,9, producto del incremento en la propiedad de HLAG realizado luego que ésta se fusionara con UASC, obteniendo un efecto neto de MMUS\$ 14,0 en los resultados.

Para el ejercicio 2018, CSAV reconoció un **Gasto por impuesto a las ganancias** de MMUS\$ 7,1 de utilidad, lo que representa un menor gasto por MMUS\$ 52,3 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 letra a) anterior.

De esta forma, el **Resultado atribuible a los propietarios de la controladora** registró una utilidad acumulada al 31 de diciembre de 2018 de MMUS\$ 18,2, lo que representa un mejor resultado por MMUS\$ 206,3 respecto al mismo periodo del año anterior.

### c) Resultado Operacional por Segmento

Al 31 de diciembre 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 descontinuadas, como lo indica la NIIF N°5.

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

Negocio Portacontenedores	Al 31 de diciembre de 2018	Al 31 de diciembre de 2017	Variación
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
Gasto de administración	(4,2)	(4,5)	0,3
<b>Resultado Operacional</b>	<b>(4,2)</b>	<b>(4,5)</b>	<b>0,3</b>
Gastos financieros netos	(5,5)	(5,0)	(0,5)
Participación en asociadas y negocios conjuntos	14,0	(139,5)	153,5
Diferencia de cambio y otros no operacionales	(0,7)	0,9	(1,6)
Gasto por impuesto a las ganancias	5,7	(44,3)	50,0
<b>Resultado atribuible a la controladora</b>	<b>9,3</b>	<b>(192,4)</b>	<b>201,7</b>

El segmento portacontenedores presentó al 31 de diciembre de 2018 una utilidad acumulada de MMUS\$ 9,3, lo que representa un mejor resultado de MMUS\$ 201,7 respecto al mismo periodo del año anterior, explicado principalmente por un mejor resultado proveniente de la participación en HLAG de MMUS\$ 153,5, explicado previamente, y por un menor gasto en impuestos de MMUS\$ 50,0, asociado principalmente a la estructura de financiamiento de la inversión en HLAG, según lo explicado en las secciones anteriores, y a una disminución en Gasto de administración de MMUS\$ 0,3. Lo anterior se encuentra parcialmente compensado por una pérdida de MMUS\$ 1,6 generada por efecto de Diferencia de cambio y por mayores Gastos financieros netos de MMUS\$ 0,5, asociados al costo por intereses de pasivos financieros relacionados a la inversión en HLAG.

Otros servicios de transporte	Al 31 de diciembre de 2018	Al 31 de diciembre de 2017	Variación
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
Ingresos de actividades ordinarias	91,4	109,9	(18,5)
Costo de ventas	(87,2)	(102,6)	15,4
<b>Ganancia bruta</b>	<b>4,2</b>	<b>7,3</b>	<b>(3,1)</b>
Gasto de administración	(6,3)	(6,2)	(0,1)
Otros gastos e ingresos operacionales	10,0	4,7	5,3
<b>Resultado Operacional</b>	<b>7,9</b>	<b>5,8</b>	<b>2,1</b>
Gastos financieros netos	0,6	0,6	-
Diferencia de cambio y otros no operacionales	(0,5)	0,1	(0,6)
Gasto por impuesto a las ganancias	1,4	(0,9)	2,3
<b>Resultados después de impuestos operaciones continuadas</b>	<b>9,4</b>	<b>5,6</b>	<b>3,8</b>
<b>Resultados después de impuestos operaciones descontinuadas</b>	<b>(0,5)</b>	<b>(1,3)</b>	<b>0,8</b>
<b>Resultado atribuible a la controladora</b>	<b>8,9</b>	<b>4,3</b>	<b>4,6</b>

El segmento Otros servicios de transporte presenta para el ejercicio 2018 una utilidad de MMUS\$ 8,9, lo que representa un mejor resultado de MMUS\$ 4,6 respecto del mismo periodo del año anterior, explicado principalmente por un mayor ingreso en Otros gastos e ingresos operacionales por MMUS\$ 5,3, debido por los mayor resultado registrado en la venta de inmuebles clasificados como propiedades de inversión, explicado en secciones anteriores, y además, por un mejor resultado en Gasto por impuesto a las ganancias de MMUS\$ 2,3, explicado principalmente por el efecto en impuesto diferido generado por la reclasificación de una provisión de tipo permanente a una de tipo temporal realizada durante el periodo, compensado parcialmente por un mayor resultado tributable asociado a la venta de las propiedades de inversión.

El resultado anterior se compensa parcialmente por un menor margen bruto de MMUS\$ 3,1, el que, a su vez, se compone de una disminución en los Ingresos de actividades ordinarias por MMUS\$ 18,5, compensados por una disminución en el Costo de ventas por MMUS\$ 15,4, ambas variaciones acordes a lo explicado en la sección b) anterior, y además, por un menor resultado de MMUS\$ 0,6 por Diferencia de cambio y otros no operacionales, generado principalmente por la fluctuación de tipo de cambio USD/CLP durante el proceso de venta de la propiedad de inversión, a lo que debemos sumar un aumento de MMUS\$ 0,1 en Gastos de administración.

#### d) Análisis del Flujo de Efectivo

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

	al 31 de diciembre de 2018	al 31 de diciembre de 2017	Variación
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
<b>Flujo procedente de Operaciones</b>	<b>(26,0)</b>	<b>(12,9)</b>	<b>(13,1)</b>
Flujos operacionales	(25,4)	(13,8)	(11,6)
Impuestos y otros	(0,6)	0,9	(1,5)
<b>Flujo procedente de Actividades de Inversión</b>	<b>13,7</b>	<b>(288,6)</b>	<b>302,3</b>
Otros pagos para adquirir participaciones en negocios conjuntos	(28,5)	(293,7)	265,2
Flujos de efectivo procedentes de la venta de participaciones no controladoras	-	0,1	(0,1)
Flujos de efectivo procedentes de la pérdida de control de subsidiarias	0,5	0,1	0,4
Importes procedentes de ventas de propiedades, planta y equipo	10,8	3,9	6,9
Intereses recibidos	0,7	1,0	(0,3)
Dividendos recibidos	30,2	-	30,2
<b>Flujo procedente de Actividades de Financiamiento</b>	<b>(5,1)</b>	<b>288,3</b>	<b>(293,4)</b>
Importes procedentes de la emisión de otros instrumentos de patrimonio	-	293,6	(293,6)
Obtención y pago de préstamos	(31,5)	(120,0)	88,5
Importes procedentes de préstamos de corto plazo	31,3	119,6	(88,3)
Pago de intereses	(4,9)	(4,7)	(0,2)
Dividendos pagados y otros	-	(0,2)	0,2
<b>Efecto de variación por tipo de cambio</b>	<b>(0,7)</b>	<b>1,0</b>	<b>(1,7)</b>
<b>Flujo de efectivo y equivalentes al efectivo</b>	<b>(18,1)</b>	<b>(12,2)</b>	<b>(5,9)</b>

La variación neta de la cuenta **Efectivo y equivalentes al efectivo**, entre el 31 de diciembre de 2017 y el 31 de diciembre de 2018, fue negativa en MMUS\$ 18,1, lo que representa un menor flujo neto de MMUS\$ 5,9 respecto al mismo período del año anterior.

El **Flujo procedente de actividades de operación** fue negativo en MMUS\$ 26,0 para el ejercicio 2018, lo que comparado con el flujo negativo de MMUS\$ 12,9 durante el ejercicio anterior, representa una variación negativa de MMUS\$ 13,1. El flujo operacional del ejercicio 2018 se explica por mayores gastos operacionales, principalmente combustible y arriendos de naves, y por el pago de obligaciones no recurrentes asociadas a los procesos sancionatorios por las investigaciones de las autoridades de libre competencia en el negocio de transporte de vehículos, incluyendo sus costos legales, según lo explicado en secciones anteriores, los que implicaron un desembolso total de flujo no recurrente de MMUS\$ 14,8 durante el ejercicio. Sin considerar estos efectos, el flujo de las operaciones recurrentes alcanza a una disminución de efectivo neto de MMUS\$ 11,2.

El **Flujo procedente de actividades de inversión** fue positivo en MMUS\$ 13,7 al 31 de diciembre de 2018, presentando un aumento de MMUS\$ 302,3 respecto al mismo período anterior, año en que CSAV invirtió MMUS\$ 293,7 en la adquisición de un 2,88% adicional en HLAG. El flujo de inversión del ejercicio 2018 se explica principalmente por los ingresos obtenidos de la venta de la propiedad de

inversión por MMUS\$ 10,8 recibido durante el cuarto trimestre, y en menor medida por el efecto neto de los dividendos distribuidos por HLAG por MMUS\$ 30,2 recibidos durante el tercer trimestre, descontando los costos de adquisición del 0,4% adicional en la participación de HLAG por MMUS\$ 28,5 realizado durante el segundo trimestre, según lo indicado en secciones anteriores. A lo anterior se suma el pago de MMUS\$ 0,5 en 2018 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\$ 0,7 asociada a los intereses percibidos por depósitos a plazo mantenidos por la Compañía.

El **Flujo procedente de actividades de financiamiento** fue negativo por MMUS\$ 5,1 al 31 de diciembre de 2018, lo que representa un menor flujo de MMUS\$ 293,4 respecto al mismo ejercicio anterior, año en que se concretó un aumento de capital por MMUS\$ 293,6 (neto de los costos de emisión) para la adquisición del 2,88% de propiedad en HLAG, según lo indicado previamente. El flujo de financiamiento del ejercicio 2018 se explica principalmente 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 otorgado por el BCP para la compra del 0,4% adicional en la propiedad de HLAG.

## 2. Situación de Mercado

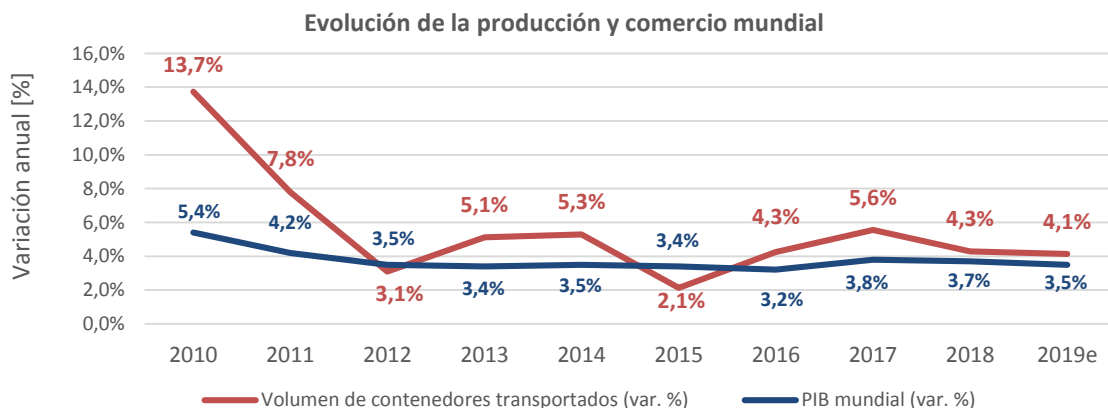
### a) Segmento Portacontenedores

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:

- **Débil expansión de la economía global**

Existe una relación directa entre el 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 han observado tasas de crecimiento del PIB mundial inferiores a las del inicio de la década y, en la misma línea, un menor crecimiento de los volúmenes transportados, tal como se muestra en el siguiente gráfico.



Fuente: Fondo Monetario Internacional - *Perspectivas de la Economía Mundial Enero-19*, Clarkson Research Febrero-19.

En su reporte de enero de 2019, el Fondo Monetario Internacional (FMI) informó que en 2018 la actividad económica a nivel mundial registró un incremento anual de 3,7%. Este crecimiento es levemente inferior al registrado en 2017, pero ambas cifras representan los registros de crecimiento anual más altos de últimos siete períodos. Para el 2019, el FMI proyecta un crecimiento de 3,5%; levemente inferior al de 2018, pero aún dentro de los niveles de crecimiento promedio de los últimos años. Considerando estos antecedentes y que durante 2016 se registró el crecimiento del

PIB mundial más bajo de los últimos años, se evidencia todavía crecimientos moderados en estos indicadores y en sus proyecciones.

De manera consistente con lo anterior, en 2018 el crecimiento de la demanda de transporte en contenedores se estimó en 4,3%, registrándose una reducción del crecimiento con respecto a 2017 y se estima que esta tendencia se mantendrá en 2019, dado que su comportamiento está altamente vinculado y es consistente con la evolución y las perspectivas del crecimiento económico mundial. Al finalizar el año, se proyectaba para 2019 un crecimiento de 4,1% en la demanda de transporte en contenedores, levemente inferior al de 2018.

Cabe señalar, que la menor proyección de crecimiento en los volúmenes transportados para el 2019 respecto al 2018 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. A pesar de lo anterior, estos crecimientos en la demanda, aun siendo menores a los del inicio de la última década, ya son suficientes para continuar absorbiendo los crecimientos esperados en la oferta para los próximos años.

El menor crecimiento del PIB en 2018 se debió a que el desarrollo de gran parte de las economías se mantuvo con respecto al año anterior, aunque levemente afectado por el decaimiento de algunas de estas durante el segundo semestre del año. Esto, en un contexto global de debilitamiento financiero, incertidumbre de la política comercial –especialmente entre Estados Unidos y China– y aumento de la preocupación por el crecimiento de China y Turquía. A esto se suman las discusiones acerca de la aplicación de la nueva normativa de emisiones de combustibles en la industria automotriz alemana, los desastres naturales que afectaron a Japón y el riesgo financiero en Italia.

A pesar de que los riesgos han disminuido, para 2019 se proyecta un menor crecimiento mundial; en parte, porque se mantienen los factores observados desde la segunda mitad del 2018 y, también, porque este escenario podría agravarse con los incrementos arancelarios previstos si no se logra un acuerdo de salida entre el Reino Unido y la Unión Europea, y si la desaceleración de China resulta mayor a la estimada. Para Latinoamérica, el crecimiento previsto también se ha visto afectado; principalmente, por la menor inversión en México y la aún más severa contracción económica de Venezuela, situaciones compensadas parcialmente por las mejores perspectivas económicas para Brasil y la reducción del desbalance en la economía de Argentina.

- **Permanencia de la sobreoferta de capacidad**

La desaceleración económica mundial posterior a la crisis de 2008-2009 y el alto ritmo de crecimiento y de compromisos de construcción de portacontenedores generó un exceso de



capacidad instalada que sigue teniendo impactos significativos en los mercados y en la industria. Desde entonces, la mayoría de las principales compañías navieras del mundo han tomado medidas para volver a la condición de equilibrio entre oferta y demanda.

Entre las acciones realizadas por las compañías navieras de forma individual, pero ampliamente aplicadas dentro de la industria, destacan: 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 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. De esta forma, han logrado una mayor eficiencia en la utilización de los recursos y un plan de crecimiento más ordenado y coherente con las necesidades conjuntas de las alianzas globales, lo cual ha propiciado una mayor racionalidad en la construcción de naves y en su posterior posicionamiento.

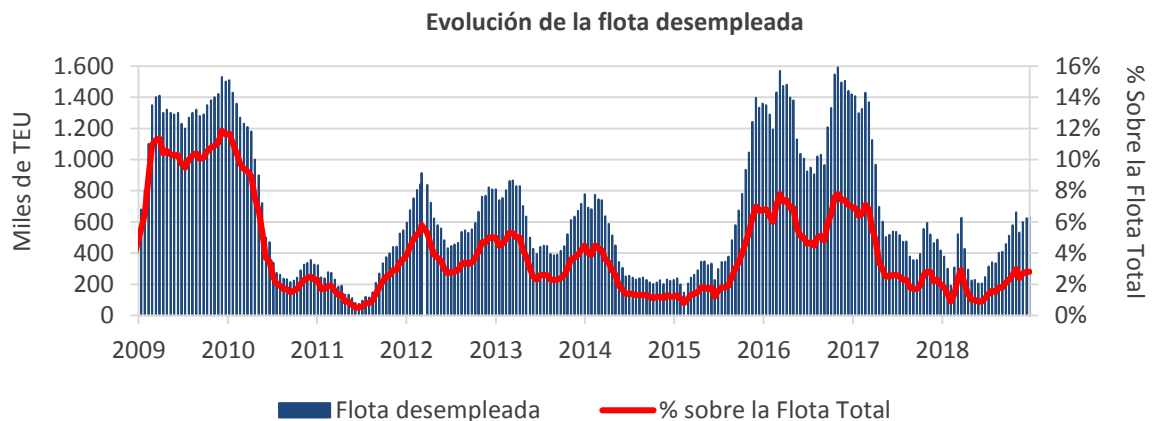
Al 31 de diciembre de 2018, las naves en construcción representan el 12,3% de la flota mundial en operación, según datos de Alphaliner. Esta cifra se encuentra dentro de los niveles mínimos históricos, al igual que las órdenes estimadas para 2019. De igual forma, el foco de la industria en una mayor eficiencia y en una mayor coordinación en las inversiones a través de las alianzas globales, se ve reflejado en la mayor proporción de naves de mayor tamaño en las futuras entregas de flota: el 36% de las naves en construcción tiene una capacidad superior a los 18.000 TEU, lo cual implica un aumento de 56% de la capacidad existente en dicho segmento.

A pesar de estos esfuerzos, el menor dinamismo de la demanda por transporte ha seguido provocando una sobreoferta de capacidad. Un indicador de este fenómeno, además de las bajas tarifas de flete y volatilidad en éstas, es la flota detenida, que alcanzó durante 2016 sus niveles más altos desde la crisis de 2009. La apertura de la ampliación del canal de Panamá, en julio de 2016, que provocó el reemplazo de un gran número de naves del segmento Panamax (del máximo tamaño que podían circular por el antiguo canal) y el importante número de naves de gran tamaño y alta eficiencia entregado durante los años 2014 y 2015 –especialmente en este último– explican el alto nivel de naves desempleadas observado durante 2016 e inicios de 2017.

La asimilación de este nuevo escenario por parte de la industria generó un alto nivel de desguace de naves, siendo 2016 y 2017 el primer y tercer registro histórico más alto de este indicador, respectivamente. A esto se sumó la incorporación de una parte de la flota detenida a la nueva configuración de servicios de la industria cuando, en abril de 2017, se inició la operación de las nuevas alianzas globales. Lo anterior redujo significativamente la flota detenida durante 2017, alcanzado uno de sus niveles históricos más bajos a inicios del siguiente año.

Desde mediados de 2018, la flota detenida observó una leve tendencia al alza, como efecto de la disminución de las tarifas de arriendo frente a las menores perspectivas de actividad, y la aplicación a nivel global, a partir de enero de 2020, de la nueva regulación sobre emisión de sulfuro de azufre en los combustibles de las naves, lo que aceleraría el proceso de reciclado de las naves para reinversiones. En la actualidad, la flota detenida corresponde principalmente a naves de tamaño entre 1.000 y 5.000 TEU, con una alta concentración de naves entre 1.000 y 2.000 TEU.

El desguace de naves alcanzó en 2018 el 0,5% de la flota mundial existente a principios del año. Este es el menor registro de los últimos siete años, debido a la disminución de la flota detenida y a la alta concentración de desguace de los años anteriores. Esto, sumado a un leve aumento de entrega de naves respecto de 2017, generó un crecimiento neto de 5,7% de la oferta mundial, superior al incremento de la demanda, hecho que revirtió la tendencia de los dos períodos anteriores.



*Fuente: Alphaliner- Reporte Mensual Febrero-19*

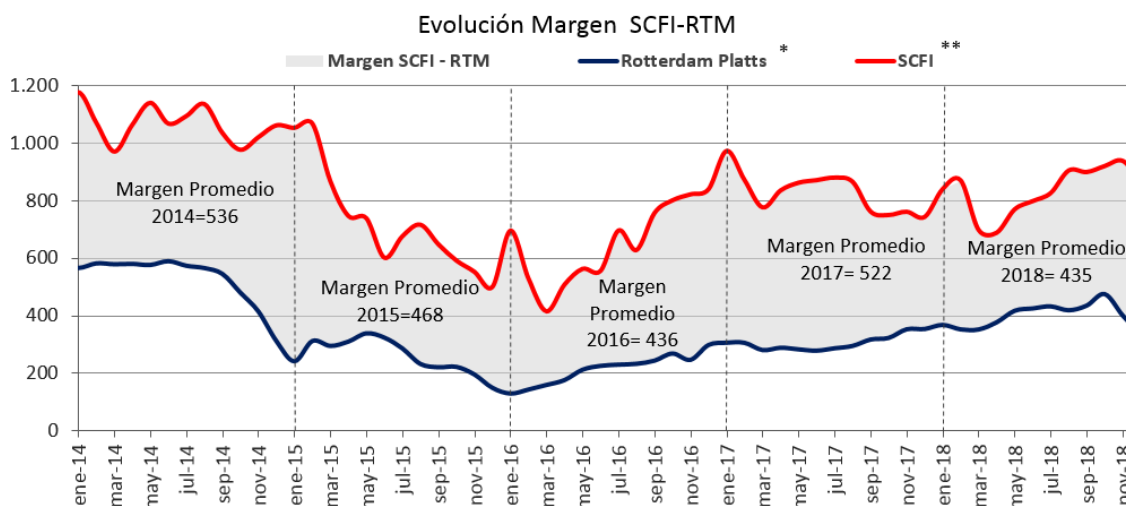
- **Alta competencia y baja rentabilidad en el mercado de transporte.**

Para la mayoría de los tráficos, las tarifas de flete –deducido el costo de combustible (tarifas ex-bunker)– continúan siendo muy inferiores a los niveles históricos y a los que la industria podría considerar como de un equilibrio sostenible para obtener un adecuado retorno sobre sus activos.

En los últimos años se ha observado una gran variabilidad del índice Shanghai Containerized Freight Index (SCFI), que a comienzos del 2016 registró su nivel histórico más bajo. Durante los siguientes dos años, el índice presentó un precio promedio anual cada vez más alto y una relevante mayor estabilidad respecto de lo observado durante 2015 y 2016. El comportamiento estacional del índice se pudo evidenciar especialmente durante 2018, con un aumento hacia a la temporada peak (junio a septiembre) y disminución en el período de menores volúmenes (slack season). Este efecto se ve incrementado regularmente por la alta concentración de naves entregadas durante la primera mitad del año, lo que afecta también las tarifas en dicho periodo. Sin embargo, al considerar el efecto del precio del combustible, cuya tendencia al alza ha sido moderada, pero continua desde 2016,

observándose un precio promedio mayor cada año, el nivel de tarifas ex-bunker aún se mantiene por debajo de lo esperado para una adecuada rentabilidad.

Aun cuando durante los últimos meses de 2018 se observó una fuerte disminución del precio del combustible, la alta competitividad de la industria en la tarifa spot y la indexación del precio de combustible a la tarifa de flete de los contratos, no dieron oportunidad al aumento de las tarifas ex-bunker. Las tarifas promedio en otros tráficos se mantuvieron bajas, al no presentar evoluciones positivas adicionales a las observadas en los tráficos desde China durante 2018, con la excepción del tráfico transpacífico en dirección este, el cual presentó una mejora a fines del año.



\* 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.

- **Alta volatilidad e incertidumbre en el precio del combustible**

En la industria de transporte marítimo, el combustible es uno de los principales insumos de la operación logística. Debido a su significativa influencia en los costos de operación, el precio del combustible, comúnmente, se encuentra indexado a las tarifas de los contratos con los clientes para la prestación de servicios de transporte.

El precio del combustible se mantuvo en niveles muy altos hasta mediados de 2014; luego mostró una caída significativa hasta finales de 2015, seguida de un repunte moderado durante 2016, tendencia que se mantuvo durante los siguientes años. En 2018, el precio del combustible alcanzó niveles muy superiores a los observados desde 2015 y que, a pesar de la caída experimentada en el último trimestre que lo devolvió a los niveles del comienzo del año, cerró con el precio promedio más alto de los últimos cuatro años.

La alta volatilidad observada en el último trimestre de 2018 se debe, en parte, a los cambios que está generando la ya inminente aplicación de la nueva normativa sobre emisiones de sulfuro al aire en la industria naviera, que la obligará a utilizar a nivel mundial, a partir de enero de 2020, un combustible que contenga un nivel máximo de azufre de 0,5%, muy inferior al 3,5% que contiene el que se utiliza actualmente en los grandes trayectos oceánicos. Esto reducirá la demanda mundial por este combustible de forma importante en el corto plazo e incrementará el costo de operación de la industria naviera, debido al mayor precio que tendría el nuevo producto bajo en azufre. Aun cuando la industria del petróleo ha anunciado que lo producirá y distribuirá, todavía no está disponible ni se conoce su precio exacto.

La industria naviera ha logrado avances importantes 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 y eficiencia en el consumo del combustible. Actualmente, el proceso de cambio tecnológico está prácticamente concluido. Todos los grandes operadores y alianzas globales operan una porción 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.

Sin embargo, las medidas medioambientales que comenzarán a aplicarse desde 2020 están llevando a la industria a un nuevo proceso de cambio, que implica no solo realizar pruebas, evaluaciones y planes de inversión para cumplir la nueva normativa de forma eficiente y sustentable –las que por el momento son acotadas dentro de la flota total–, sino, también, visualizar más claramente en el largo plazo la posibilidad de un nuevo paradigma de operación basado en el gas natural licuado (GNL).

- **Proceso de consolidación en búsqueda de eficiencias.**

Aun cuando existe un número importante de participantes dentro de la industria naviera portacontenedores, especialmente en el segmento de compañías de menor tamaño, se ha observado durante los últimos años una creciente evolución hacia la mayor consolidación de la industria.

La importante ola de fusiones y adquisiciones de la industria se inició con la combinación del negocio de portacontenedores de CSAV y HLAG, en 2014, la cual, posteriormente se fusionó con la naviera árabe UASC, en mayo de 2017, posicionándose HLAG desde entonces dentro de las cinco navieras más grandes a nivel mundial en términos de capacidad de arrastre.

Otras operaciones relevantes han sido la adquisición de la naviera chilena CCNI por parte de la alemana Hamburg Süd y la posterior compra de Hamburg Süd por parte de la naviera danesa Maersk, concluida esta última en noviembre de 2017 (hoy siguen operando de forma independiente, pero coordinada). Para concretar esta adquisición, fue necesario que, por su alta concentración en

negocio de cabotaje en Brasil, Maersk se desligara de este negocio, el que fue adquirido por CMA CGM, naviera francesa que previamente había comprado a la japonesa APL.

Las principales navieras asiáticas también realizaron importantes operaciones de fusiones y adquisiciones. La compañía naviera China Shipping se fusionó con la también naviera de origen chino, COSCO, la que posteriormente concretó la adquisición de la compañía hongkonesa Orient Overseas Container Lines (OOCL), en julio de 2018. Adicionalmente, se anunció la asociación de las tres principales compañías navieras japonesas (K-Line, NYK y MOL) en una sola entidad, que comenzó a operar de forma conjunta bajo el nombre de Ocean Network Express (ONE) en 2018. Sin embargo, a pesar de concretarse la adquisición de OOCL y del inicio de operaciones de ONE, estas compañías se mantienen como entidades independientes, sin capturar todavía todas las sinergias potenciales de una integración completa.

Lo anterior evidencia que el mayor tamaño de las compañías navieras involucradas en transacciones de este tipo agrega mayores complejidades en estos procesos, mayores costos y menores eficiencias obtenidas, generando un rendimiento decreciente de los beneficios asociados a la mayor escala de operación.

En este proceso de consolidación ha sido relevante, también, la quiebra y cese de servicios de Hanjin Shipping, la séptima compañía de transporte de contenedores, medida en capacidad de arrastre, a esa fecha y la mayor naviera coreana. Esta quiebra, ocurrida en 2016, es la más grande que ha enfrentado la industria portacontenedores.

La materialización de estas transacciones y la quiebra de Hanjin han llevado a que, al término de 2018, los diez principales operadores del mundo concentren sobre el 83% de la capacidad instalada, mientras que los primeros cinco mantienen sobre un 64%.

Si bien no se han anunciado nuevas consolidaciones para los próximos años, el trabajo en esta línea continua para todas las compañías en la industria, ahora principalmente enfocadas en la integración efectiva y en la generación de sinergias tras las fusiones. Los mayores operadores mundiales ya han alcanzado tamaños que les permitirían la generación de economías de escala, con el consiguiente efecto en sus costos, optimización de flota y un mayor alcance de su red de servicios.

Del mismo modo, durante los últimos años han aumentado los acuerdos de operación conjunta y alianzas operacionales para mejorar los niveles de servicio a sus clientes, ampliando la cobertura geográfica y obteniendo, a la vez, economías de escala y de red muy significativas. Estos esfuerzos han sido muy relevantes y han permitido la formación de importantes alianzas operacionales globales.

La actual estructura de alianzas anunciada durante el 2016 y que comenzó a operar de forma global en los distintos tráficos durante el segundo trimestre de 2017, concentra cerca del 90% de la

capacidad total de transporte en los principales tráficos de largo alcance este-oeste de la industria. Los principales cambios en este reordenamiento fueron la disolución de las alianzas Ocean Three, G6 y CKYHE, para dar origen a dos nuevas alianzas: Ocean Alliance, lideradas por CMA CGM y COSCO, y THE Alliance –esta última, integrada por HLAG–, además de la alianza 2M entre Maersk y MSC, que incorpora a HMM como comprador de espacio.

En resumen, La industria portacontenedores continúa operando en un desafiante escenario para todos sus participantes, aun cuando muestra mejoras significativas en algunos indicadores clave, que justifican mejores perspectivas. Si bien todavía no se observa una recuperación consistente en los múltiples tráficos, durante 2018 se mantuvo la tendencia positiva de 2017; principalmente, en las rutas desde el Lejano Oriente, pero bajo los niveles de tarifas más altas observadas en 2013 y 2014. Por otra parte, la mejora de los indicadores de flota en los últimos trimestres permite mantener las proyecciones de estabilidad futura para el balance oferta-demanda, a pesar de la revisión a la baja de las estimaciones de crecimiento económico y la consecuente menor actividad esperada para la industria de transporte marítimo. Los avances se han visto en parte reflejados en el incremento de los resultados operacionales de muchos de los actores de la industria en 2017 y 2018. Sin embargo, la implementación de la nueva norma medioambiental de emisión de sulfuro de azufre para los combustibles desde enero de 2020 ya estaría afectando a la industria en varios aspectos y mantiene un escenario de incertidumbre frente al grado de impacto que generarán los cambios; especialmente, el inminente incremento en el precio del insumo por el que optará más del 90% de la flota actual en 2020. La industria, en tanto, continúa adecuadamente enfocada en el nuevo paradigma asociado a la optimización de los costos operacionales, derivados del intensivo proceso de consolidación de los últimos años y a una operación colaborativa, a través de las alianzas y acuerdos de operación conjunta. Lo anterior es especialmente importante para hacer frente a las presiones sobre los costos que la recuperación del mercado puede 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 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 evolucionado positivamente desde 2016 por un mayor dinamismo económico y por las mejores expectativas de los consumidores respecto a las condiciones económicas imperantes, con un efecto muy significativo en la importación y venta de vehículos.

En Chile, principal mercado de CSAV, la venta de vehículos nuevos continuó el proceso de recuperación iniciado en 2016 y fuertemente desarrollado en 2017. Durante 2018 se comercializó la cantidad récord de 418.101 unidades de vehículos livianos, lo que equivale a un crecimiento anual de 15,7%. En el segmento de camiones y buses se comercializaron 17.038 unidades, las cuales representan un incremento de 7,2% en relación con el año anterior (Fuente: ANAC).

Sin embargo, en Perú, el segundo mayor mercado de CSAV, la venta de vehículos livianos se redujo 9,3%, al totalizar 148.410 unidades en 2018. Por su parte, la venta de camiones creció 4,7% con respecto al año anterior, con 17.392 unidades vendidas en 2018 (fuente: SUNARP-AAP). A pesar de esto último, se observó un crecimiento neto de los mercados que permitió recuperar el volumen de ventas perdido en años anteriores.

Lamentablemente, debido a la sobrecapacidad en la industria de transporte de vehículos a nivel global, este incremento de los volúmenes transportados hacia los mercados locales en que opera CSAV no se tradujo en un incremento en las tarifas de flete. A lo que debemos sumar el aumento en los costos de arriendo de naves observado durante el 2018, debido a las mejores proyecciones de crecimiento a nivel global, y el incremento del precio del combustible durante el año, lo que generó mayores presiones para el negocio.

### 3. Análisis de los Riesgos de Mercado

Como se describe en la Nota 5 de los Estados Financieros Consolidados, la inversión que CSAV mantiene en HLAG es hoy su principal activo (86% del total de activos al 31 de diciembre 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 (volumenes), 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 últimas cifras publicadas por el Fondo Monetario Internacional (FMI) hacen prever una mantención relativa de las condiciones actuales de crecimiento, no proyectándose cambios que involucren riesgos significativos en el corto plazo.

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 los últimos años 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 Estados Financieros Consolidados.

Respecto al riesgo de variabilidad de la tasa de interés, al 31 de diciembre de 2018, 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 Estados Financieros Consolidados. Al 31 de diciembre 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 31 de diciembre de 2018 son los siguientes:

##### a) Índice de Liquidez

Índices de Liquidez		al 31 de diciembre de 2018	al 31 de diciembre de 2017
Liquidez Corriente	= $\frac{\text{Activos Corrientes}}{\text{Pasivos Corrientes}}$	1,579	1,780
Razón Ácida	= $\frac{\text{Activos Corrientes} - \text{Inventario}}{\text{Pasivos Corrientes}}$	1,424	1,699

- Liquidez Corriente:** Este índice disminuyó respecto a diciembre de 2017 debido a una reducción de los activos corrientes (-29% / MMUS\$ 19,6), compensado en parte por una caída de los pasivos corrientes (-19% / MMUS\$ 7,5). La disminución en los activos corrientes se explica principalmente por la caída en las cuentas Efectivo y equivalentes al efectivo, explicada 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 y por flujo negativo de las operaciones recurrentes, compensado en parte por los ingresos obtenidos de la venta de propiedades de inversión. Por su parte, la disminución de los pasivos corrientes se explica principalmente por la reducción de Otras provisiones, asociadas al término de los procesos sancionatorios de las autoridades de libre competencia en el negocio de transporte de vehículos, indicados previamente, y por la disminución de los Deudores comerciales y otras cuentas por pagar, explicado por la menor operación del negocio de transporte de vehículos, compensadas parcialmente por el aumento de los Otros pasivos financieros corrientes, explicado principalmente por la reclasificación por vencimiento de los compromisos financieros entre no corrientes y corrientes. 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 de los Activos corrientes descontados sus inventarios (-32% / MMUS\$ 21,3), explicado principalmente por la caída del Efectivo y equivalente al efectivo, indicado previamente, la cual fue parcialmente compensada por la disminución de los pasivos corrientes (-19% / MMUS\$ 7,5). Ambos efectos se explican en la sección 1 a) del presente informe.

## b) Índice de Endeudamiento

Índices de Endeudamiento		al 31 de diciembre de 2018	al 31 de diciembre de 2017
Endeudamiento	= $\frac{\text{Pasivos Totales}}{\text{Patrimonio}}$	0,060	0,070
Endeudamiento de Corto Plazo	= $\frac{\text{Pasivos Corrientes}}{\text{Pasivos Totales}}$	0,244	0,260
Endeudamiento de Largo Plazo	= $\frac{\text{Pasivos No Corrientes}}{\text{Pasivos Totales}}$	0,756	0,740
Cobertura Gastos Financieros	= $\frac{\text{Resultado de Actividades Operacionales}}{\text{Gastos Financieros}}$	0,668	0,246

- Endeudamiento:** Este índice mejoró en relación a diciembre de 2017 por una disminución de los Pasivos Totales (MMUS\$ 20,8 / -14% var.), acorde a lo explicado en la sección 1 a) del presente informe, y por un aumento del patrimonio (MMUS\$ 12,7/ 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\$ 7,5 / -19% var.), compensado parcialmente por la disminución de los pasivos totales (MMUS\$ 20,8 / -14% 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\$ 20,8 / -14% var.), compensado parcialmente por la caída de los pasivos no corrientes (MMUS\$ 13,3 / -12% 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 disminuyó en relación a diciembre de 2017, debido a un mejor resultado antes de impuestos e intereses (actividades operacionales) por el ejercicio 2018 (MMUS\$ 2,4 / 177% var.), compensado por un leve aumento de los costos financieros acumulados (MMUS\$ 0,1 / 2% var.) respecto a diciembre 2017, ambos efectos explicados en la sección 1 b) del presente informe.

## c) Índice de Rentabilidad

Índices de Rentabilidad		al 31 de diciembre de 2018	al 31 de diciembre de 2017
Rentabilidad del Patrimonio	= $\frac{\text{Resultado Controladora}}{\text{Patrimonio Promedio}}$	0,0086	-0,0912
Rentabilidad del Activo	= $\frac{\text{Resultado Controladora}}{\text{Activos Promedio}}$	0,0081	-0,0849
Rendimiento Activos Operacionales	= $\frac{\text{Resultado de Actividades Operacionales}}{\text{Activos Operacionales Promedio}^*}$	0,0018	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	= $\frac{\text{Resultado Controladora}}{\text{Número de Acciones}}$	0,0005	-0,0051
Valor Bursátil de la Acción (en pesos chilenos)	=	19,7	33,2

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

Promedio: (Valor al cierre del período + Valor 12 meses previo al cierre del período) / 2

- 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\$ 18,2 acumulado por el ejercicio 2018 en comparación a las pérdidas de MMUS\$ 188,1 del 2017 (MMUS\$ 206,4 / 110% var.), compensado levemente por un mayor patrimonio promedio (MMUS\$ 61,9/ 3%).
- Rentabilidad del Activo:** Este índice aumentó respecto a diciembre de 2017, debido a un mejor resultado atribuibles a los controladores, antes explicado (MMUS\$ 206,4 / 110% var.), compensado levemente por un mayor activo promedio (MMUS\$ 44,9 / 2% 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\$ 3,7 a diciembre de 2018 (MMUS\$ 2,4/ 177% var.), compensado parcialmente por un mayor Activo operacional promedio (MMUS\$ 64,1 / 3% 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\$ 206,4 / 110% 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 al 31 de diciembre de 2018 se redujo un 41% en relación al 31 de diciembre de 2017.

## d) Índice de Actividad

Índices de Actividad		al 31 de diciembre de 2018	al 31 de diciembre de 2017
Rotación de Inventario	= $\frac{\text{Costo de Combustible}}{\text{Inventario Promedio}}$	4,968	5,221
Permanencia de Inventarios (días)	= $\frac{\text{Inventario Promedio} * 360}{\text{Costo de Combustible}}$	72,5	68,9

Inventario Promedio: (Inventario al cierre del período + Inventario 12 meses previo al cierre del período) / 2

- **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 / 8% var.), compensado parcialmente por un menor costo de combustible (MMUS\$ 0,5 / 3% var.).
- **Permanencia de Inventario:** Debido a que la Rotación de inventarios disminuyó (indicador previamente analizado) la permanencia de estos mismos disminuyó en relación a diciembre 2017, pasando de 68,9 a 72,5 días.