

## ANÁLISIS RAZONADO

En base a los Estados Financieros Consolidados  
al 31 de diciembre de 2019

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.....	7
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 .....	22
<b>3. Análisis de los Riesgos de Mercado</b> .....	<b>24</b>
<b>4. Índices Financieros</b> .....	<b>26</b>
a) Índice de Liquidez.....	26
b) Índice de Endeudamiento .....	27
c) Índice de Rentabilidad .....	28
d) Índice de Actividad.....	29

## 1. Análisis de la Situación Financiera

### a) Estado de Situación Financiera

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

ACTIVOS	al 31 de diciembre de 2019	al 31 de diciembre de 2018	Variación
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
Activos corrientes	72,6	49,2	23,4
Activos no corrientes	2.444,8	2.208,7	236,1
<b>Total activos</b>	<b>2.517,4</b>	<b>2.257,9</b>	<b>259,5</b>

PASIVOS	al 31 de diciembre de 2019	al 31 de diciembre de 2018	Variación
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
Total de pasivos corrientes	108,0	31,1	76,9
Total de pasivos no corrientes	185,2	96,6	88,6
Patrimonio controladora	2.224,2	2.130,2	94,0
<b>Total pasivos y patrimonio</b>	<b>2.517,4</b>	<b>2.257,9</b>	<b>259,5</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 2019 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 2019 asociados al negocio logístico y de *freight forwarder*, estos se presentan como operaciones descontinuadas, al igual que al 31 de diciembre de 2018, según a las disposiciones de la NIIF N°5.

Adicionalmente, y según lo explicado en la nota 39 de los Estados Financieros al 31 de diciembre de 2019, durante el mes de enero de 2020 CSAV decidió proceder al cierre de su Negocio de transporte marítimo de vehículos y poner término ordenado a dicha actividad. La decisión fue tomada en el contexto de focalizar todos sus esfuerzos económicos y de administración en la gestión y desarrollo de su principal activo, que corresponde a su participación en la naviera alemana Hapag-Lloyd AG (en adelante HLAG). Respecto a los efectos del cierre de esta operación en los Estados Financieros al 31 de diciembre de 2019, estos no son materiales desde el punto de vista de los activos, pasivos o del resultado, correspondiendo su reclasificación como actividad descontinuada para la confección de los Estados Financieros al 31 de marzo de 2020 y en adelante.

Pasando al análisis de las principales variaciones en los Estados financieros, al 31 de diciembre de 2019 los activos totales aumentaron en MMUS\$ 259,5 con respecto a los existentes al 31 de diciembre de 2018. Esta variación se explica por un aumento de MMUS\$ 236,1 en los activos no corrientes y por un aumento de MMUS\$ 23,4 en los activos corrientes.

El aumento de MMUS\$ 234,1 en los activos no corrientes se explica por el aumento de MMUS\$ 228,9 en la cuenta de Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación y por el aumento de MMUS\$ 8,6 en la cuenta de Propiedades, planta y equipos, ambos efectos compensados parcialmente por una disminución de las Propiedades de inversión de MMUS\$ 1,3 y por una disminución de los Activos por impuestos diferidos de MMUS\$ 0,1, variaciones que analizaremos en detalle a continuación.

La variación observada en la cuenta Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación durante el periodo 2019 está asociada a la inversión que CSAV mantiene en la naviera alemana HLAG. Durante dicho periodo, CSAV totalizó un incremento de un 1,93% en su participación en HLAG respecto a la participación de un 25,86% que mantenía al 31 de diciembre de 2018, nivel que inicialmente se incrementó a un 26,05% al 31 de marzo de 2019, luego a un 27,48% al 30 de junio de 2019, para finalmente alcanzar un 27,79% al 30 de septiembre de 2019, nivel que posteriormente mantuvo hasta el 31 de diciembre de 2019.

Estas adquisiciones se realizaron a través de compras en las bolsas de comercio de Alemania, ascendiendo a MMUS\$ 120,3 los fondos requeridos para la inversión. Esta operación fue cubierta con un financiamiento puente de MMUS\$ 100 (MMUS\$ 70 con Banco Consorcio y MMUS\$ 30 con Compañía de Seguros de Vida Consorcio) obtenido durante el segundo trimestre de 2019 y con un financiamiento puente otorgado por la matriz Quiñenco por MMUS\$ 30,0 durante el tercer trimestre del 2019. El financiamiento puente por MMUS\$ 100 previamente indicado fue pagado durante el tercer trimestre con los fondos obtenidos de la emisión y colocación de nuevos bonos serie C por igual monto y con cargo a la línea de MMUS\$ 150 inscrita ante la Comisión para el Mercado Financiero.

Cabe señalar que, según lo indicado en la nota 39 de los Estados Financieros al 31 de diciembre de 2019 y según lo comunicado como Hecho esencial por la Compañía el 13 de enero de 2020, CSAV durante el mes de enero de 2020 adquirió acciones adicionales en HLAG por un 2,21% de participación en la naviera alemana, compra que le permitió alcanzar una participación total equivalente a casi el 30%. Incluyendo esta última compra a las realizadas durante el periodo 2019, la Compañía invirtió un monto total aproximado de MMUS\$ 450 en la adquisición de acciones de HLAG. De los referidos MMUS\$ 450, MMUS\$ 100 fueron financiados mediante la colocación de bonos serie C, según lo indicado en párrafos anteriores, mientras que el saldo, por MMUS\$ 350, se financió con deuda a corto plazo, tanto bancaria como con su matriz Quiñenco, y que en este último caso incluye el financiamiento de MMUS\$ 30, previamente indicado. La Compañía espera saldar la totalidad de la deuda por MMUS\$ 350 con la colocación de un aumento de capital por el mismo

monto, el que se anunció por medio del mismo Hecho esencial indicado previamente, comunicado el 13 de enero de 2020.

De acuerdo a las disposiciones de la NIC N°28 aplicables al proceso de adquisiciones adicionales en la participación de HLAG que CSAV realizó durante el 2019, la Compañía debió registrar directamente como una utilidad en sus resultados el menor valor pagado (o badwill) al adquirir dichas acciones a un precio promedio menor que el valor razonable de los activos, acorde al informe de análisis de asignación del precio de compra (Purchase Price Allocation o PPA) sobre HLAG, encargado por CSAV a PricewaterhouseCoopers durante el 2019.

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) un aumento asociado a la utilidad registrada bajo el rubro Participación de asociadas y negocios conjuntos del estado de resultados por MMUS\$ 147,8, el que a su vez se compone de una utilidad de MMUS\$ 110,6 provenientes de la participación directa de CSAV sobre los resultados de HLAG, acorde a los porcentajes de participación de cada trimestre, por una utilidad de MMUS\$ 2,6 producto del efecto de amortización de los PPA sobre el resultado de HLAG, y por una utilidad de MMUS\$ 34,6 asociado al resultado registrado por la adquisición adicional en HLAG, explicada previamente; (ii) un incremento registrado bajo el concepto de movimiento de capital por MMUS\$ 120,3 producto del costo de adquisición de la participación adicional en HLAG, indicada previamente; (iii) una disminución de MMUS\$ 8,0 por la distribución de dividendos realizado por HLAG a sus accionistas durante el segundo trimestre de 2019; (iv) una disminución de MMUS\$ 24,5 por la participación de CSAV en los otros resultados integrales de HLAG durante el periodo; y (v) una disminución de MMUS\$ 6,7 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	
	MMUS\$
<b>Saldo al 1 enero de 2019</b>	<b>1.939,5</b>
Total de registros en resultados	147,8
Participación en resultados de HLAG	110,6
Efecto de PPA en resultados	2,6
Resultado por adquisición de participación	34,6
Movimiento de capital	120,3
Dividendos recibidos	(8,0)
Participación en otros resultados integrales	(24,5)
Otros cambios patrimoniales	(6,7)
Movimiento del periodo	226,9
<b>Saldo al 31 de diciembre de 2019</b>	<b>2.168,4</b>

Mayores detalles respecto al saldo contable de la inversión de CSAV en HLAG y al movimiento de ésta durante el periodo al 31 de diciembre de 2019 y 31 de diciembre de 2018, pueden encontrarse en la Nota 15 de los Estados Financieros Consolidados.

Por su parte, el aumento de la cuenta Propiedades, planta y equipos por MMUS\$ 8,6 se explica principalmente por la implementación por primera vez desde el 1 de enero de 2019 de la norma IFRS 16 “Arrendamientos”. Esta norma requiere que los contratos de arrendamientos que actualmente son clasificados como operacionales, tengan un tratamiento contable similar al de los arrendamientos financieros. En términos generales, esto significa, que se deberá reconocer un activo por el derecho de uso de los bienes sujetos a contratos de arrendamiento operacional y un pasivo, equivalente al valor presente de los pagos asociados al contrato.

La Compañía ha determinado que los compromisos de arrendamientos cuyo análisis se encuentran bajo el alcance de la IFRS 16, son principalmente aquellos asociados al arriendo de naves y arriendo de espacio. Los efectos de la aplicación de esta norma al 31 de diciembre de 2019 se detallan a continuación:

Registro por rubro de la aplicación de norma IFRS 16 al 31 de diciembre de 2019	
	MMUS\$
Disminución en Activos no financieros corrientes por pagos anticipados	(0,7)
Aumento en Propiedad, planta y equipo por activos por derechos de uso	8,6
Aumento en Pasivos Financieros corrientes por obligaciones por arrendamientos	7,9

La disminución en el rubro Propiedades de inversión por MMUS\$ 1,3 está asociado a la venta de oficinas no utilizadas actualmente en la operación, realizada durante el segundo trimestre de 2019.

Respecto al incremento de MMUS\$ 0,1 en la cuenta Activos por impuestos diferidos, esta variación se explica principalmente por el resultado del ejercicio compensado parcialmente por el efecto neto en impuesto de la estructura de financiamiento en Euros existente dentro del Grupo CSAV para establecer la inversión en HLAG. Durante el 2019, el efecto neto de la variación de tipo de cambio Euro-Dólar y de los intereses sobre dicho financiamiento, produjo un utilidad tributaria en CSAV a nivel individual en Chile, generando de esta forma un cargo negativo en la cuenta de gasto por impuesto y una disminución en la cuenta de Activo por impuestos diferidos en el período, la cual compensó en parte el efecto en impuesto del resultado del ejercicio.

Pasando al análisis de las principales variaciones en los activos corrientes, el aumento de MMUS\$ 23,4 en los activos corrientes se explica por un incremento en la cuenta de Efectivo y equivalentes al efectivo de MMUS\$ 29,3, sobre el que se profundizará más adelante en la letra d) Análisis del flujo de efectivo del presente informe, no obstante, este incremento se explica en mayor medida por los fondos mantenidos tras la obtención de un financiamiento puente con el Banco Consorcio por MMUS\$ 35,0 durante el cuarto trimestre de 2019, asociado a la previamente comentada

adquisición de participación adicional en HLAG realizada en enero de 2020, y además, por un aumento de MMUS\$ 0,1 en Activos por impuestos.

Lo anterior, se encuentra parcialmente compensado por una disminución en el Inventario de combustible por MMUS\$ 2,9, asociado a una menor cantidad de toneladas por un menor número de naves bajo operación aunque a un mayor precio promedio, por una disminución de MMUS\$ 1,5 en los Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, producto de las menores ventas y menor volumen transportado en el negocio de transporte de vehículos al cierre del periodo 2019 en comparación con la actividad registrada al cierre de 2018, por una disminución de MMUS\$ 1,1 en Otros activos no financieros, explicado principalmente por una disminución de pago anticipados de arriendo de naves asociada a la aplicación de la norma IFRS 16, explicada previamente, y por una disminución de MMUS\$ 0,5 en Grupo de activos mantenidos para la venta asociada a las gestiones de cierre del negocio logístico y de *freight forwarder*.

Al 31 de diciembre de 2019, los pasivos totales aumentaron en MMUS\$ 165,5 con respecto a los existentes al 31 de diciembre de 2018. Esta variación se explica por el aumento de MMUS\$ 88,6 en los Pasivos no corrientes y por un aumento de MMUS\$ 76,9 en los Pasivos corrientes.

El aumento en los Pasivos no corrientes de MMUS\$ 88,6 se explica principalmente por el aumento en los Otros pasivos financieros no corrientes por MMUS\$ 89,5, asociado esencialmente al Bono por MMUS\$ 100 emitido por la Compañía durante el tercer trimestre para financiar las acciones de HLAG adquiridas en 2019, descontados de la reclasificación por vencimiento de compromisos de pago de capital de largo al corto plazo por MMUS\$ 10,0 vinculados al crédito bancario vigente con el Banco Itaú, con el que se mantiene un saldo de MMUS\$ 35 al 31 de diciembre de 2019.

El aumento de MMUS\$ 76,9 en los pasivos corrientes se explica en mayor medida por el incremento de los Otros pasivos financieros por MMUS\$ 42,4, asociado principalmente a la obtención del financiamiento puente con el Banco Consorcio por MMUS\$ 35 y al registro de los compromisos de arrendamientos operacionales que contempla la norma IFRS 16, ambos efectos indicados previamente, y además por el incremento en las Cuentas por pagar a entidades relacionadas por MMUS\$ 30,1, asociado al préstamo recibido por la matriz Quiñenco por MMUS\$ 30,0, también mencionado anteriormente.

En la misma línea, también se incrementan las Otras provisiones por MMUS\$ 4,1, asociadas principalmente a contratos onerosos por operaciones de los próximos meses, los Acreedores comerciales y otras cuentas por pagar por MMUS\$ 1,0, asociado a la operación del negocio de transporte de vehículos, los pasivos por impuestos por MMUS\$ 0,9 y el Grupo de pasivos mantenidos para la venta por MMUS\$ 0,1.

Los incrementos anteriores son compensados parcialmente por la disminución en Otros pasivos no financieros por MMUS\$ 1,6, asociados principalmente a los ingresos en curso del negocio de

transporte de vehículos, y por la disminución en Provisiones por beneficios a los empleados por MMUS\$ 0,1.

Al 31 de diciembre de 2019, el patrimonio aumentó en MMUS\$ 94,0 con respecto al existente al 31 de diciembre de 2018. Esta variación se explica por la Ganancia del periodo registrada al 31 de diciembre de 2019 por MMUS\$ 124,5, compensado en parte por una disminución en Otras reservas de MMUS\$ 30,5, el que 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 2019	Al 31 de diciembre de 2018	Variación
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
Ingresos de actividades ordinarias	93,0	91,4	1,6
Costo de ventas	(93,9)	(87,2)	(6,7)
<b>Ganancia (pérdida) bruta</b>	<b>(0,9)</b>	<b>4,2</b>	<b>(5,1)</b>
Gasto de administración	(12,2)	(10,5)	(1,7)
Otros ingresos operacionales	2,4	10,0	(7,6)
<b>Resultado de actividades operacionales</b>	<b>(10,7)</b>	<b>3,7</b>	<b>(14,4)</b>
<b>R.A.I.I.D.A.I.E. (EBITDA, sin participación en asociadas) *</b>	<b>19,8</b>	<b>3,9</b>	<b>15,9</b>
Gastos financieros netos	(10,3)	(4,9)	(5,4)
Participación en asociadas y negocios conjuntos	147,8	14,0	133,8
Diferencia de cambio y otros no operacionales	-	(1,2)	1,2
Gasto por impuesto a las ganancias	(1,3)	7,1	(8,4)
<b>Resultados después de impuestos operaciones continuadas</b>	<b>125,5</b>	<b>18,7</b>	<b>106,8</b>
<b>Resultados después de impuestos operaciones descontinuadas</b>	<b>(0,9)</b>	<b>(0,5)</b>	<b>(0,4)</b>
<b>Ganancia (pérdida) del periodo</b>	<b>124,6</b>	<b>18,2</b>	<b>106,4</b>

\*EBITDA corresponde a Resultado Operacional más depreciación y amortización. Para el periodo al 31 de diciembre de 2019 se incluye una depreciación por los activos por derecho de uso de MMUS\$ 30,3 asociado a la aplicación de la norma IFRS 16.

**El Resultado atribuible a la controladora** acumulado al 31 de diciembre de 2019 ascendió a una ganancia de MMUS\$ 124,6, lo que representa un mejor resultado de MMUS\$ 106,4 respecto al mismo período del año anterior.

**El Resultado de actividades operacionales**, ascendió a una pérdida de MMUS\$ 10,7 por el periodo terminado al 31 de diciembre de 2019, lo que representa un menor resultado de MMUS\$ 14,4 respecto al mismo periodo del año anterior, la que se explica en parte por la pérdida registrada en el **Resultado bruto** de MMUS\$ 0,9, que representa una disminución de MMUS\$ 5,1 respecto al periodo anterior, asociado a un menor resultado de la operación directa de CSAV en el negocio de transporte de vehículos, afectado negativamente por los mayores costos de operación derivados del incremento en las tarifas de arriendo de naves respecto al mismo periodo del año anterior, y



por un menor volumen de vehículos transportados, a lo que se suma el incremento de provisiones por contratos onerosos asociados a viajes de los próximos meses.

El Estado de Resultados de CSAV muestra que los **Ingresos de actividades ordinarias** alcanzaron los MMUS\$ 93,0 por el periodo 2019, lo que representa un incremento de MMUS\$ 1,6 respecto al mismo periodo de 2018, el cual se explica por el cambio en la estructura operacional realizado por la compañía debido al menor volumen de vehículos transportados, el que conllevó mayores ingresos por subarriendo de naves y por ventas de espacio a terceros en naves operadas respecto al periodo 2018, ingresos que ayudaron a compensar los costos asociados a una menor utilización de las naves. Excluyendo este efecto, durante el 2019 se observó una disminución en los ingresos por fletes de transporte a consecuencia de la menor demanda, sobre los cuales efecto de reajustabilidad de una parte de estas a la variación del precio del combustible no generó efecto significativo, considerando el alza de solo un 1% registrada en dicho insumo durante el periodo.

El **Costo de Ventas** alcanzó a MMUS\$ 93,9 acumulado al 31 de diciembre de 2019, lo que representa un aumento de MMUS\$ 6,7 respecto a igual periodo del año anterior, explicado por los incrementos del costo de flota, asociados en mayor medida al arriendo de naves, y por el incremento de provisiones por contratos onerosos asociados a viajes de los próximos meses.

Los **Gastos de Administración** ascendieron a MMUS\$ 12,2 durante el periodo 2019, registrando un incremento de MMUS\$ 1,7 respecto al mismo periodo del año anterior, el cual incluye también ciertos costos asociados al cierre del servicio de transporte de vehículos.

Los **Otros ingresos operacionales** registraron una utilidad de MMUS\$ 2,4, que representa una disminución de MMUS\$ 7,6 respecto al mismo periodo de año anterior, asociado principalmente a la venta de oficinas no utilizadas en la operación y clasificadas como propiedades de inversión en los activos de la compañía, indicado en la sección anterior.

Respecto al resultado en la **Participación de asociadas y negocios conjuntos**, CSAV reconoció durante el período terminado al 31 de diciembre de 2019 una utilidad de MMUS\$ 147,8 en el rubro, la que comparada con el mismo periodo de 2018 representa un mayor resultado por MMUS\$ 133,8. Esta mejora se explica principalmente por un mejor resultado de la participación directa de CSAV en HLAG de MMUS\$ 99,2 respecto al igual periodo de 2018, por un mayor registro de utilidad por menor valor pagado (o *badwill*) acumulado en 2019 respecto al igual periodo de 2018 de MMUS\$ 33,6, indicado en la sección anterior, y por una mayor amortización del PPA de la inversión en HLAG por MMUS\$ 1,0 respecto al mismo periodo del año anterior.

Continuando con el análisis de los resultados de la inversión en HLAG, 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 sobre HLAG, determinados al cierre de la combinación de negocios entre CSAV y HLAG en diciembre de 2014, y además, por las adquisiciones incrementales de acciones de HLAG luego del cierre de su

combinación de negocios con UASC en 2017 y también durante el periodo 2019 (acorde con NIIF N° 3 y NIC N° 28).

Por el periodo terminado al 31 de diciembre de 2019, el rubro Participación de asociadas y negocios conjuntos se compone de las utilidades atribuibles a los propietarios de la controladora que reportó HLAG trimestralmente, las cuales corresponden desde el primer al cuarto trimestre de 2019 a MMUS\$ 104,0, MMUS\$ 51,6, MMUS\$ 166,5 y MMUS\$ 83,1 respectivamente, sobre las cuales corresponde aplicar la participación proporcional al cierre de cada uno de los periodos, las cuales ascienden a 26,05%, 27,48%, 27,79% y 27,79% respectivamente.

Adicionalmente, se debe considerar las amortizaciones trimestrales de PPAs correspondientes a la incorporación de CSAV en la propiedad de HLAG en 2014, a las inversiones realizadas luego de la fusión de HLAG y UASC en 2017 y a las realizadas durante el periodo 2019, las cuales ascienden a una utilidad de MMUS\$ 4,1, a una pérdida de MMUS\$ 4,9 y a pérdida de MMUS\$ 8,0 respectivamente, sobre las cuales corresponde aplicar la participación proporcional mantenida para dichos procesos al cierre de cada trimestre, correspondiendo estos valores a un 22,58%, 3,28% y 0,19% para primer trimestre de 2019 (totalizando el 26,05% mantenido al cierre de marzo), de un 22,58%, 3,28% y 1,62% para el segundo trimestre (totalizando el 27,48% mantenido al cierre de junio) y un 22,58%, 3,28% y 1,93% para el tercer y cuarto trimestre (totalizando el 27,79% mantenido al cierre de septiembre y diciembre).

De esta forma, CSAV reconoció una utilidad de MMUS\$ 110,6, correspondiente a su participación directa en los resultados de HLAG y una utilidad de MMUS\$ 2,6 por su participación en la amortización de los PPAs, registrando una utilidad total por ambos conceptos de MMUS\$ 113,2. A lo anterior, debemos agregar la utilidad generada por el *badwill* al 31 de diciembre de 2019 de MMUS\$ 34,6, mencionado anteriormente, obteniendo un resultado total de MMUS\$ 147,8.

Por el periodo terminado al 31 de diciembre 2019, CSAV reconoció un **Gasto por impuesto a las ganancias** de MMUS\$ 1,3 lo que representa un incremento en el gasto por MMUS\$ 8,4 respecto al mismo periodo de 2018. Esta variación se explica principalmente por el mayor gasto por impuestos diferidos durante el periodo 2019 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 2019 de MMUS\$ 124,6, lo que representa un mejor resultado por MMUS\$ 106,4 respecto al mismo periodo del año anterior.

### c) Resultado Operacional por Segmento

Al 31 de diciembre de 2019, 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, más ciertos activos inmobiliarios que mantiene la compañía. Cabe recordar, que CSAV durante el mes de enero de 2020 decidió proceder al cierre de su Negocio de transporte marítimo de vehículos, según lo indicado en secciones anteriores. Por otra parte, 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 por el periodo terminado al 31 de diciembre de 2019 (más detalles en la Nota 6 de los Estados Financieros Consolidados):

Negocio Portacontenedores	Al 31 de diciembre de 2019	Al 31 de diciembre de 2018	Variación
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
Gasto de administración	(4,8)	(4,2)	(0,6)
<b>Resultado Operacional</b>	<b>(4,8)</b>	<b>(4,2)</b>	<b>(0,6)</b>
Gastos financieros netos	(10,1)	(5,5)	(4,6)
Participación en asociadas y negocios conjuntos	147,8	14,0	133,8
Diferencia de cambio y otros no operacionales	-	(0,7)	0,7
Gasto por impuesto a las ganancias	(1,6)	5,7	(7,3)
<b>Resultado atribuible a la controladora</b>	<b>131,3</b>	<b>9,3</b>	<b>122,0</b>

El segmento portacontenedores presentó al 31 de diciembre de 2019 una utilidad acumulada de MMUS\$ 131,3, lo que representa un mayor resultado de MMUS\$ 122,0 respecto al mismo periodo del año anterior, explicado principalmente por un mejor resultado proveniente de la participación en HLAG de MMUS\$ 133,8, detallado previamente, y por una reducción de la pérdida asociada a Diferencia de cambio por MMUS\$ 0,7 respecto a la registrada en 2018. Lo anterior se encuentra parcialmente compensado por un mayor gasto en impuestos de MMUS\$ 7,3, asociado principalmente a la estructura de financiamiento de la inversión en HLAG, según lo explicado en las secciones anteriores, por un incremento en los Gastos financieros netos de MMUS\$ 4,6, asociados a los intereses de los financiamientos adicionales obtenidos en el 2019, y por un aumento en Gasto de administración de MMUS\$ 0,6.

Otros servicios de transporte	Al 31 de diciembre de 2019	Al 31 de diciembre de 2018	Variación
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
Ingresos de actividades ordinarias	93,0	91,4	1,6
Costo de ventas	(93,9)	(87,2)	(6,7)
<b>Ganancia bruta</b>	<b>(0,9)</b>	<b>4,2</b>	<b>(5,1)</b>
Gasto de administración	(7,4)	(6,3)	(1,1)
Otros ingresos operacionales	2,4	10,0	(7,6)
<b>Resultado Operacional</b>	<b>(5,9)</b>	<b>7,9</b>	<b>(13,8)</b>
Gastos financieros netos	(0,2)	0,6	(0,8)
Diferencia de cambio y otros no operacionales	-	(0,5)	0,5
Gasto por impuesto a las ganancias	0,3	1,4	(1,1)
<b>Resultados después de impuestos operaciones continuadas</b>	<b>(5,8)</b>	<b>9,4</b>	<b>(15,2)</b>
<b>Resultados después de impuestos operaciones descontinuadas</b>	<b>(0,9)</b>	<b>(0,5)</b>	<b>(0,4)</b>
<b>Resultado atribuible a la controladora</b>	<b>(6,7)</b>	<b>8,9</b>	<b>(15,6)</b>

El segmento Otros servicios de transporte presenta por el periodo terminado al 31 de diciembre de 2019 una pérdida de MMUS\$ 6,7, lo que representa un menor resultado de MMUS\$ 15,6 respecto del mismo periodo del año anterior, explicado principalmente por un menor margen bruto de MMUS\$ 5,1, y por las menores ventas de inmuebles clasificados como propiedades de inversión realizadas en 2019 respecto a 2018, ambas variaciones acordes a lo explicado en la sección b) anterior.

#### d) Análisis del Flujo de Efectivo

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

	al 31 de diciembre de 2019	al 31 de diciembre de 2018	Variación
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
<b>Flujo procedente de Operaciones</b>	<b>27,4</b>	<b>(26,0)</b>	<b>53,4</b>
Cobros procedentes de actividades de operación	92,4	100,1	(7,7)
Pagos procedentes de actividades de operación	(65,0)	(125,6)	60,6
Impuestos y otros	-	(0,5)	0,5
<b>Flujo procedente de Actividades de Inversión</b>	<b>(109,6)</b>	<b>13,7</b>	<b>(123,3)</b>
Pagos para adquirir participaciones en negocios conjuntos	(120,3)	(28,5)	(91,8)
Dividendos recibidos	8,0	30,2	(22,2)
Ventas de propiedades, pantas y equipos	2,1	10,8	(8,7)
Flujos procedentes de la pérdida de control de subsidiarias	-	0,5	(0,5)
Intereses recibidos	0,6	0,7	(0,1)
<b>Flujo procedente de Actividades de Financiamiento</b>	<b>111,5</b>	<b>(5,1)</b>	<b>116,6</b>
Importes procedentes de préstamos de largo plazo	134,4		134,4
Obtención y pago de préstamos de corto plazo		(0,2)	0,2
Obtención y pago de préstamos de entidades relacionadas neto	30,0	-	30,0
Amortización de préstamos neto	(10,0)	-	(10,0)
Pago de intereses y otras salidas	(10,3)	(4,9)	(5,4)
Pagos de pasivos por arrendamiento financiero	(32,6)	-	(32,6)
<b>Efecto de variación por tipo de cambio</b>	<b>-</b>	<b>(0,7)</b>	<b>0,7</b>
<b>Flujo de efectivo y equivalentes al efectivo</b>	<b>29,3</b>	<b>(18,1)</b>	<b>47,4</b>

La variación neta de la cuenta **Efectivo y equivalentes al efectivo**, entre el 31 de diciembre de 2018 y el 31 de diciembre de 2019, fue positiva por MMUS\$ 29,3, lo que representa un mejor flujo neto de MMUS\$ 47,4 respecto al mismo período del año anterior.

El **Flujo procedente de actividades de operación** fue positivo en MMUS\$ 27,4 para el periodo terminado al 31 de diciembre de 2019, la cual incluye la reclasificación de MMUS\$ 32,6 de pagos por arriendos operacionales de naves que se presentan a partir del 1 de enero de 2019 bajo flujo de financiamiento como pagos de arrendamiento financiero por la aplicación de la norma IFRS 16 “Arrendamiento”. Restituyendo esta reclasificación, el flujo operacional para este periodo sería de un flujo negativo de MMUS\$ 5,2, lo que comparado con el flujo negativo de MMUS\$ 26,0 registrado durante el mismo periodo del año anterior, representa una variación positiva de MMUS\$ 20,8. Esta variación se explica principalmente por el mayor pago de obligaciones provisionadas no recurrentes realizadas en 2018 por MMUS\$ 13,8 asociadas al término de procesos sancionatorios de las autoridades de libre competencia en el negocio de transporte de vehículos.

El **Flujo procedente de actividades de inversión** fue negativo en MMUS\$ 109,6 al 31 de diciembre de 2019, presentando un mayor requerimiento de flujo por MMUS\$ 123,3 respecto al mismo período del año anterior, el que se explica principalmente por un incremento en la inversión en adquisición de participación adicional en HLAG por MMUS\$ 91,8, según lo indicado en secciones anteriores, por un menor flujo de dividendos distribuidos por parte de HLAG por MMUS\$ 22,2, por menores recursos recibidos por la venta de inmuebles clasificados como propiedades de inversión por MMUS\$ 8,7, por menores flujos procedentes de pérdida de control de subsidiarias asociado a un saldo de precio recibido durante el primer trimestre de 2018 de MMUS\$ 0,5 por la venta de la filial Norgistics Chile S.A, y por menores intereses recibidos por depósitos a plazo por MMUS\$ 0,1.

El **Flujo procedente de actividades de financiamiento** fue positivo por MMUS\$ 111,5 al 31 de diciembre de 2019, el cual incluye la reclasificación por IFRS 16 previamente explicada en el flujo operativo por MMUS\$ 32,6. Excluyendo dicha reclasificación, el flujo de financiamiento para este periodo sería de un flujo positivo de MMUS\$ 144,1, lo que comparado con el flujo negativo de MMUS\$ 5,1 registrado durante el mismo periodo del año anterior, representa una variación positiva de MMUS\$ 149,2, la cual se explica principalmente por los fondos asociados al Bono emitido por MMUS\$ 100,0, por el financiamiento puente extendido por la matriz Quiñenco por MMUS\$ 30 y el obtenido con el Banco Consorcio por MMUS\$ 35,0, utilizados para financiar el incremento en participación en HLAG durante el 2019, y posteriormente alcanzar 30% de participación en HLAG en enero de 2020, según lo indicado anteriormente, compensado parcialmente por la amortización de capital adeudado asociado al préstamo vigente con el banco Itaú por MMUS\$ 10,0 y mayores intereses pagados y otras salidas de caja por MMUS\$ 5,8.

## 2. Situación de Mercado

### a) Segmento Portacontenedores

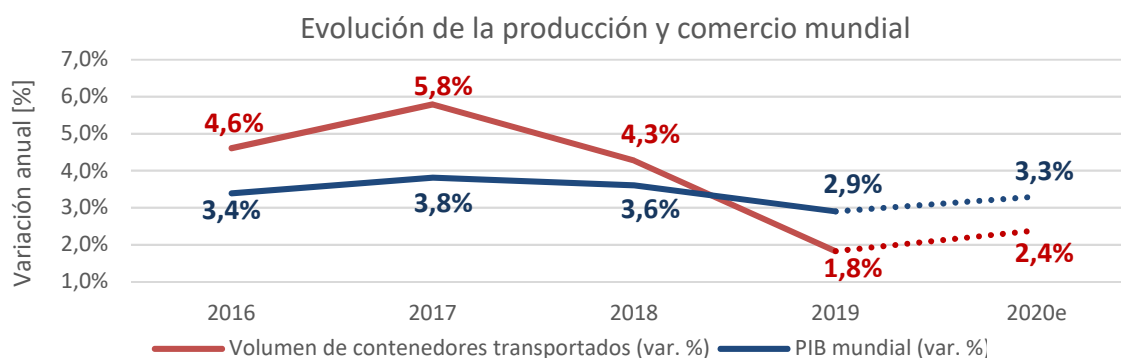
La Compañía participa en el negocio portacontenedores a través de su inversión en HLAG (contabilizado como negocio conjunto bajo el método de la participación), manteniendo al 31 de diciembre de 2019 un 27,79% de participación, posición que posteriormente incrementó casi al 30% en enero de 2020, según lo indicado en capítulos anteriores. 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 económica 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.

Durante los años 2016 a 2018, la evolución de crecimiento del PIB mundial se ha mantenido relativamente estable en torno al 3,6%, observándose también un positivo el crecimiento anual volúmenes de contenedores transportados a una tasa de 4,9% anual, superior al PIB mundial, destacándose el año 2017 al registrarse el nivel de crecimiento anual más alto para ambos indicadores desde 2012.



Fuente: Fondo Monetario Internacional - Perspectivas de la Economía Mundial Ene-20, Clarkson Research Feb-20.

Sin embargo, ya en 2018 se comenzó a observar una tendencia de reducción del crecimiento anual del PIB mundial, afectado principalmente por el complejo escenario económico mundial observado desde mediados de ese año, el cual continuó y se intensificó durante el 2019, asociado principalmente a las tensiones comerciales entre Estado Unidos y China.

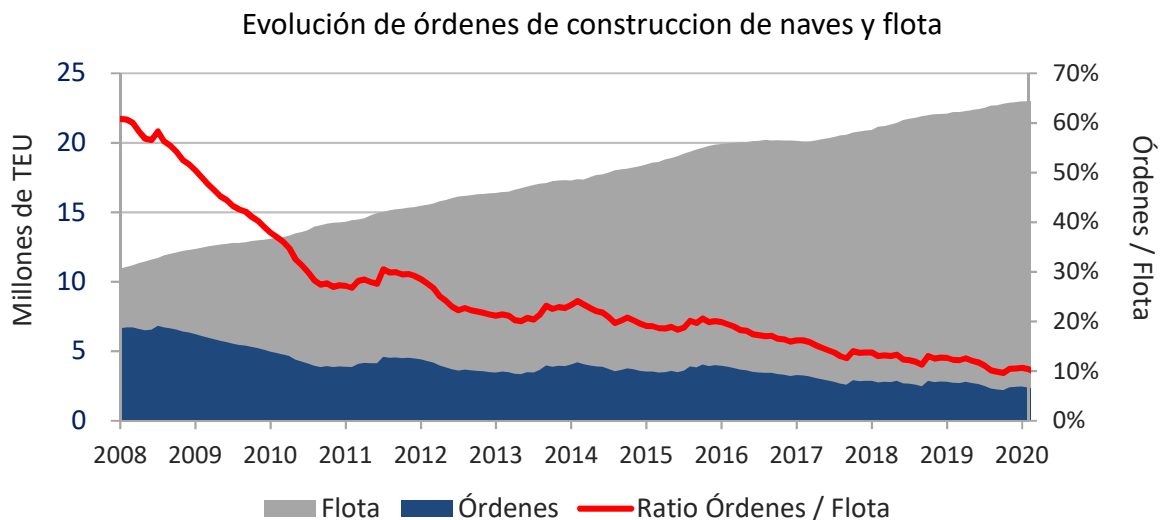
Ante este escenario, el crecimiento de los volúmenes transportados se vio afectado debido a que su comportamiento está altamente vinculado con la evolución de las perspectivas del crecimiento económico mundial, reflejándose en las proyecciones de cierre de la actividad de la industria marítima como también en el PIB mundial para 2019, los cuales alcanzaron sus niveles de crecimiento más bajos desde la crisis de 2009. Estas evoluciones muestran una alta debilidad y volatilidad en el crecimiento mundial.

En su reporte de enero de 2020, el Fondo Monetario Internacional (FMI) proyecta una recuperación del crecimiento del PIB mundial para el 2020, alcanzando un 3,3%. Por su parte, la demanda de transporte en contenedores se proyecta que crezca un 2,4% en 2020, vinculada con la mejora en el crecimiento mundial, aunque a una tasa menor. Por lo anterior, se proyecta un escenario de recuperación para ambos indicadores de crecimiento, aunque todavía a niveles moderados, lo cual aún depende de que se mantengan favorables noticias acerca de las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y China, y avances sobre un brexit con acuerdo.

- **Oferta ajustada a la desaceleración de la demanda**

El crecimiento de la oferta para los próximos años se puede medir a través de la capacidad de transporte total de las naves que se encuentran bajo construcción en los astilleros respecto a la flota total, la cual representa la capacidad que se incorporará a la flota operativa dentro de los próximos dos a tres años, tiempo promedio de construcción y entrega de las naves. Además, sobre este crecimiento se debe sustraer el número de naves desguazadas por año.

Durante los últimos años, este indicador ha mantenido una positiva evolución, representando las naves en construcción al 31 de diciembre de 2019 un 10,5% sobre la flota mundial, cifra que se encuentra dentro de los niveles mínimos históricos registrados.





Esta positiva evolución desarrollado desde la crisis de 2019 gracias a que 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.

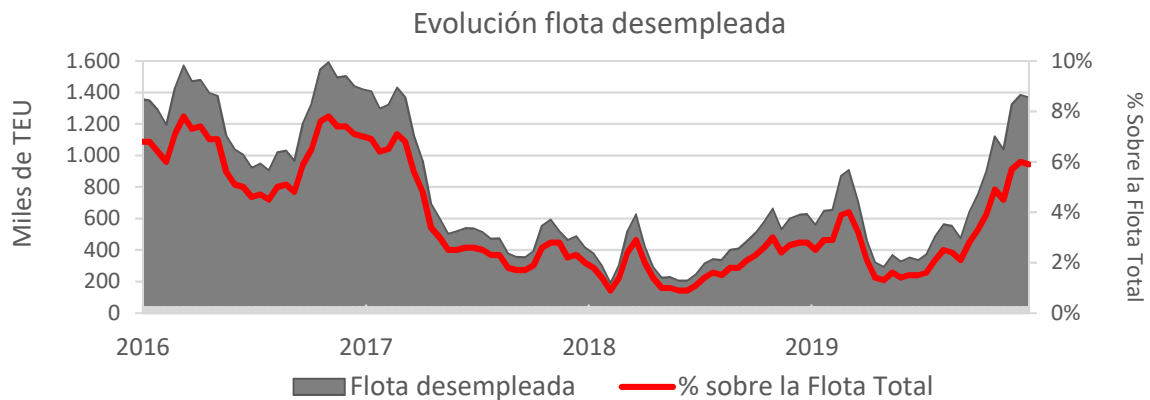
El nivel actual de ordenes de construcción representa un crecimiento aproximado de la oferta para los próximos dos a tres años que ronda el 4%, el que si se considera que las naves mantienen una vida útil de 25 años corresponde casi exclusivamente a la renovación de flota. Sin embargo, el desguace de naves, indicador que refleja esta tasa de renovación de la flota, se ha mantenido a niveles bajos durante los últimos dos años, cercano al 1%. Por lo anterior, al considerar el nivel actual de desguace de naves sobre el crecimiento anual de la oferta estimado previamente, se obtiene un crecimiento neto de la oferta cercano al 3%, el cual se encuentra más alineando con el menor dinamismo de la demanda por transporte, analizado en el punto anterior, aunque aun manteniendo cierta presión sobre el crecimiento en capacidad de la oferta.

Adicionalmente, la industria de transporte de contenedores mantiene herramientas orgánicas de gestión de su capacidad operacional, las cuales son aplicadas ampliamente por las principales compañías y alianzas navieras del mundo, y que gracias a la mejor equilibrio entre oferta y demanda de los últimos años, ha recuperado su efectividad en compensar desviaciones en la condición de equilibrio. Entre las acciones que contemplan estas medidas destacan la reducción en la velocidad de navegación, la suspensión de viajes, la detención de parte de su flota, llegando hasta el cierre y reestructuración de servicios de transporte, como también el desguace de naves en desuso.

Otro indicador sensible y que refleja el equilibrio entre la oferta y la demanda y los procesos que desarrolla la industria es la flota detenida, indicador que se mantuvo a niveles elevados desde fines del 2015 y hasta mediados de 2017 por la apertura de la ampliación del canal de Panamá en julio de 2016, lo que provocó el reposicionamiento hacia otros tráficos de un gran número de naves del segmento Panamax (del máximo tamaño que podían circular por el antiguo canal), sumado al importante número de naves de gran tamaño y alta eficiencia entregado durante los años 2014 y 2015, y que posteriormente generó el desguace de naves de menor tamaño. Durante este proceso de reposicionamiento de la flota mundial el desguace de naves se superó el 3%, alto nivel de desguace de naves, siendo 2016 y 2017 el primer y tercer registro histórico más alto de este indicado

Posteriormente, desde mediados de 2017 y hasta mediados de 2019, la flota detenida se mantuvo a niveles controlados lo cual se explica por el alto esfuerzo en desguace realizado por la industria durante los años anteriores, y por 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, aunque con un incremento acotado asociado a la disminución de las tarifas de arriendo frente a las menores perspectivas de actividad, descrito previamente, pero que

luego se compensó debido a que parte de la flota desempleada se reintegró a la flota activa para cubrir posiciones de naves que entrarían a dique para la instalación sistemas de filtros de aire durante los meses siguientes, como opción para el cumplimiento de la nueva normativa de regulación de los combustibles “IMO 2020” que entra en vigencia a partir de enero de 2020 y que reduce la emisión de sulfuros al aire.



*Fuente: Alphaliner- Reporte Mensual Feb-20*

Por lo anterior, en la medida de que dichas naves se encuentran realizando la instalación de filtros de aire, periodo en que la nave es considerado como “inactivo” o “desempleado”, este indicador vaya incrementándose, tal como se ha observado desde mediados de 2019. Cabe señalar, que excluyendo este efecto sobre la flota desempleada no se observa un incremento relevante sobre este indicador, manteniéndose a niveles controlados similares a los registrados desde mediados de 2017, esto último gracias al más ajustado equilibrio entre oferta y demanda.

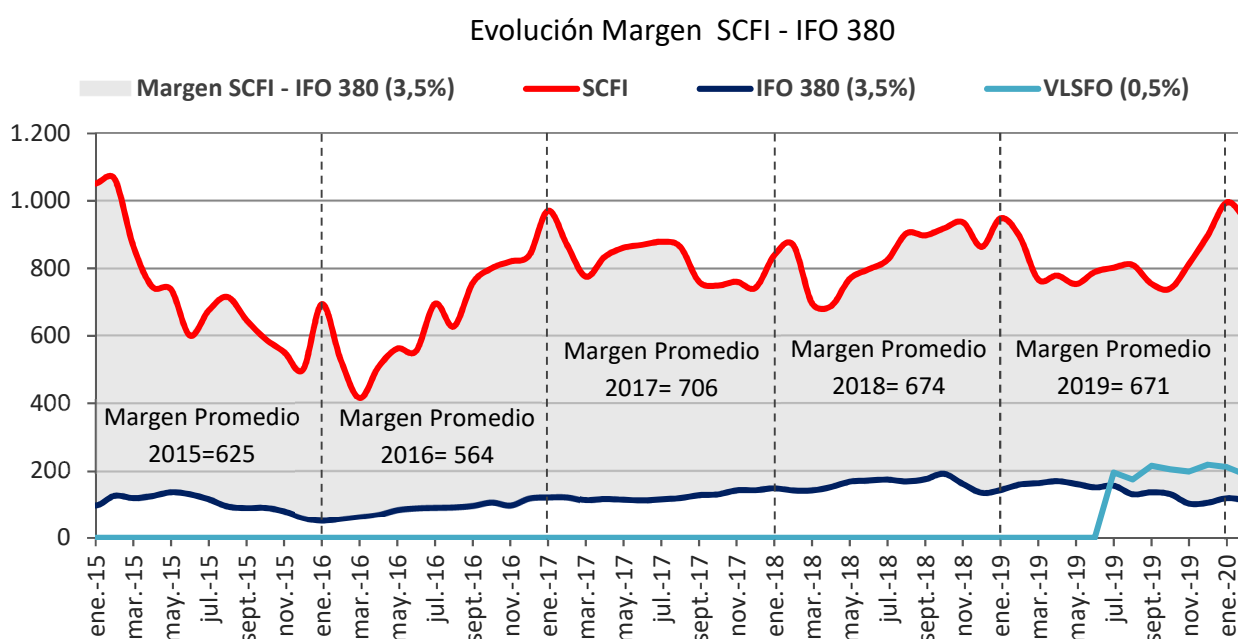
Adicionalmente, la aplicación de la nueva regulación de combustibles a nivel global podría acelerar para el 2020 y 2021 el desuso y posterior de reciclado de las naves para reinversiones a las naves ineficientes en consumo de combustible por el mayor precio del nuevo combustible y que no tienen la capacidad técnica para la instalación de filtros de aire. En la actualidad, la flota detenida corresponde principalmente a naves de tamaño entre 1.000 y 5.000 TEU.

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

Gracias a la más balanceada relación entre oferta y demanda, a la menor construcción y entrega de naves y a la entrada en vigencia en 2017 de las grandes alianzas de operación, durante los últimos años tres años el índice Shanghai Containerized Freight Index (SCFI) ha presentado una relevante mayor estabilidad del respecto a su alta variabilidad observada durante los años 2015 y 2016, periodo en que registró su nivel histórico más bajo. También durante los últimos años se ha podido evidenciar más claramente el comportamiento estacional de la demanda por servicios de transporte de contenedores, reflejándose en un aumento hacia a la temporada alta (*peak season*) comprendía regularmente entre los meses de junio a septiembre y una disminución en el período de menores volúmenes (*slack season*) regularmente durante los primeros meses del año.

Sin embargo, al considerar el efecto del precio del combustible, cuya tendencia al alza ha sido moderada pero continua desde 2016, el nivel las tarifas de tarifas *ex-bunker* (deducido el costo de combustible) con el cual las compañías deben costear la totalidad de sus otros costos de operación y financieros continúan siendo relativamente similares a los mantenidos en periodos de mayor crisis e inferiores a los niveles a los que la industria podría considerar como de un equilibrio sostenible para obtener un adecuado retorno sobre sus activos.

El área en gris presentada en gráfico a continuación representa una aproximación al margen *ex-bunker*, entendiéndose que un incremento del margen podría permitirles a las compañías el obtener una mejor posición para costear la totalidad de sus gastos y alcanzar utilidades, escenario que aún no ha sido alcanzado de forma solida por una importante porción de la industria.



\* Shanghai Containerized Freight Index.

\*\* Precios promedio de combustible en el puerto de Rotterdam, aplicado un factor de consumo de 0,4

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

Respecto a la reciente evolución de estos indicadores, se puede apreciar en el gráfico que los márgenes promedios observados desde fines de 2018 hasta mediados de 2019 se han incrementado en relación al mismo periodo del año anterior, mejorando en parte el escenario operacional de la industria. Sin embargo, durante el segundo semestre de 2019 se observó un margen promedio menor al registrado durante el mismo periodo del año anterior, el que fue en parte compensado por la disminución del precio de combustible debido al efecto de liquidación de inventario por parte de los proveedores de este insumo a raíz del cambio de normativa que entró en vigencia desde el primero de enero de 2020.

- **Alta volatilidad e incertidumbre en su principal insumo**

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.

Respecto a su evolución histórica, desde el 2011 hasta fines de 2014 el precio del combustible se mantuvo un nivel muy alto de forma relativamente estable. Posteriormente y hasta fines del 2015, se observó un fuerte en este insumo, alcanzando su valor histórico mas bajo. Sin embargo, desde inicios del 2016 se observó un moderado pero continuo incremento en el precio del combustible, llegando a fines del 2018 a recuperar gran parte del nivel perdido a fines del 2014, manteniendo una constante presión sobre los costos de operación y las tarifas de transporte consideradas como de equilibrio.

Desde esta fecha, el precio del combustible ha presentado una alta volatilidad, especialmente a fines del 2018, para posteriormente observarse una marcada tendencia a la baja durante el segundo semestre de 2019. Esto último se encuentra asociado esencialmente a la menor demanda estimada por este combustible en el corto plazo y al efecto de liquidación de los proveedores de este tipo de combustible debido a aplicación de la nueva normativa sobre emisiones de sulfuro al aire “IMO 2020” de la industria naviera, que obliga a utilizar a nivel mundial, a partir de enero de 2020, un combustible que contiene un nivel máximo nivel de presencia de azufre de 0,5%, muy inferior al 3,5% que contiene el utilizado actualmente en los grandes trayectos oceánicos.

Sin embargo, este beneficio es temporal debido a que se estima que incrementará el costo operacional de la industria naviera, debido al mayor precio del nuevo producto bajo en azufre al ser más refinado que el regular utilizado IFO 380. Actualmente, el precio del VLSFO (*very low sulphur fuel oil*) mantiene un nivel relativamente similar al registrado el IFO 380 a fines de 2018, previo a los efectos de la nueva normativa, aunque manteniéndose una alta incertidumbre respecto al a evolución que este tendrá.

Por lo anterior, las nuevas medidas medioambientales están llevando a la industria a un nuevo proceso de cambio, que implicará realizar pruebas, evaluaciones y posibles 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.

- **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 transición en noviembre de 2017, aunque siguen operando bajo estructuras independientes. Además, para concretar esta adquisición, Maersk debió desligarse del negocio de cabotaje en Brasil por su alta concentración en este negocio, el que fue adquirido por CMA CGM, naviera francesa que previamente compró a la japonesa APL.

Por otra parte, 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, compañía que posteriormente adquirió la compañía hongkonesa Orient Overseas Container Lines (OOCL), en julio de 2018. Además, se anunció la asociación de las tres principales compañías navieras japonesas (K-Line, NYK y MOL) en una sola entidad, la que comenzó a operar de forma conjunta bajo el nombre de Ocean Network Express (ONE) durante el 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 ocurrida el 2016, la séptima compañía de transporte de contenedores, medida en capacidad de arrastre, a esa fecha y la mayor naviera coreana. Esta quiebra 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 65%.

Si bien no se han anunciado nuevas consolidaciones para los próximos años, el trabajo en esta línea continúa 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. Cabe destacar, que durante el segundo trimestre de 2019 se confirmó la integración de HMM a THE Alliance, la que comenzará a regir desde abril de 2020 por un plazo de 10 años.

En resumen, la industria portacañenedores continúa operando en un desafiante escenario para todos sus participantes, aun cuando muestra mejoras significativas en algunos indicadores clave, que justifican mejores perspectivas. La mejora de los indicadores de flota en los últimos años 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 2019 respecto a 2018. Sin embargo, la implementación de la nueva norma medioambiental IMO 2020 mantiene un escenario de incertidumbre frente al grado de impacto que generarán los cambios; especialmente sobre un inminente incremento en el precio del insumo, por el que optaría más del 90% de la flota actual en 2020.

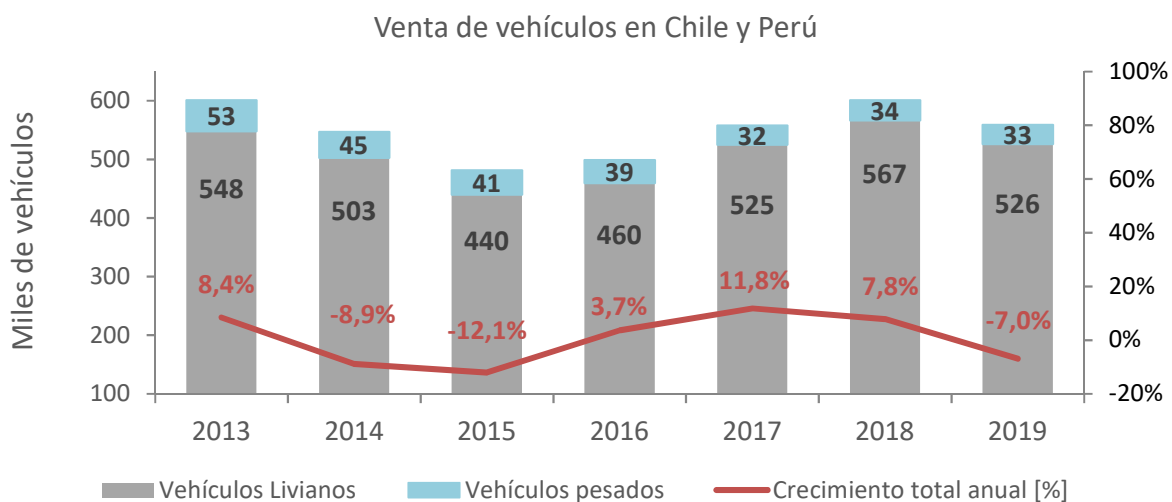
La industria, en tanto, continúa adecuadamente enfocada en el nuevo paradigma asociado a la optimización de los costos operacionales y al aumento de la productividad, dirigidos a una mayor utilización de activos y eficiencia en el consumo del combustible, derivados del intensivo proceso de consolidación de los últimos años y a una operación colaborativa, a través de las alianzas y acuerdos de operación conjunta. 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. Esto 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

El negocio de transporte marítimo de vehículos, al igual que otras áreas de la industria naviera de transporte, es influenciado por la evolución de las variables macroeconómicas y por el desarrollo de los mercados locales de importación y a los cambios en los países productores, factores que definen la demanda por vehículos nuevos y la necesidad de transporte de estos bienes. Después de la crisis financiera de 2008, la demanda mundial por transporte de vehículos se desplomó más de un 30% en 2009, extendiéndose una lenta recuperación de la actividad durante los siguientes años hasta el 2013, nivel que se mantuvo para los años posteriores.

A diferencia de la demanda, la oferta de servicios de transporte, reflejada en la capacidad total mundial de transporte, prácticamente no se vio afectada después a la crisis y mantuvo una alta tasa crecimiento durante los siguientes años hasta el 2016, manteniéndose un exceso de oferta durante este periodo. Sin embargo, el significativo menor crecimiento de la demanda durante este periodo abrió un proceso de mayor racionalización en la oferta, generándose un escenario de poca inversión en naves dentro a nivel global, traduciéndose en un bajo nivel las ordenes de construcción y en un incremento de la tasa de desguace durante los últimos años.

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. Sin embargo, en 2018 se observó una mayor debilidad en el crecimiento de la demanda la cual se acentuó durante el 2019, año en que las condiciones económicas locales generaron una fuerte contracción en la demanda por vehículos, reduciendo las importaciones.



Fuente: ANAC y AAP

En Chile, principal mercado de CSAV, se ha observado una disminución de un 10,3% en las ventas de vehículos nuevos durante el 2019 respecto al periodo anterior, aunque aún se mantiene como el segundo mejor registro desde 2014. Al 31 de diciembre de 2019, se comercializó la cantidad de 374.045 unidades de vehículos livianos, tanto a combustión, híbridos y eléctricos, lo que equivale a una caída de un 10,5% respecto al mismo periodo del año anterior. En el segmento de camiones se comercializaron 12.859 unidades, las cuales representan una disminución de un 8,3% en relación con el mismo periodo del año anterior. Para el segmento de buses, se comercializaron 3.483 unidades, las cuales representan un incremento de 15,3% en relación con el año anterior, producto del proceso de renovación de la flota de Transantiago, sin embargo, estos vehículos son principalmente producidos en la región y transportados vía terrestre (Fuente: ANAC).

En Perú, el segundo mayor mercado de CSAV, durante el periodo 2019, la venta de vehículos livianos se incrementó un 2,4%, al totalizar 151.997 unidades. Por su parte, la venta de camiones disminuyó en un 4,3% respecto al año anterior, con 16.650 unidades acumuladas vendidas (fuente: SUNARP-AAP).

Al evaluar de forma conjunta la evolución de los dos principales mercados de CSAV, se puede concluir que al 31 de diciembre de 2019 han disminuido las ventas de vehículos durante el 2019 en un 7,0%. Sin embargo, excluyendo las ventas de vehículos registradas durante año 2018, las ventas acumuladas representan la mayor cifra desde 2014. A lo anterior debemos sumar la mantención de la tendencia de incremento en las tarifas de arriendo de naves observada desde 2018, debido a la mayor racionalización de la flota y el incremento del precio del combustible, lo que generó un año de 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 2019), 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 últimas cifras publicadas por el Fondo Monetario Internacional (FMI) hacen prever un debilitamiento del crecimiento global respecto a años anteriores, pero que no significaría un cambio material 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. 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 un incremento 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.

Respecto al riesgo asociado a las cuentas por cobrar, este se vincula principalmente a las cuentas comerciales de clientes en el negocio de transporte de vehículos. Estos clientes mantienen principalmente contratos a largo plazo, los cuales además se rigen bajo una política de crédito, gestión de pagos y una rigurosa política de provisión de incobrabilidad. Otra porción menor de las cuentas por cobrar está asociada al arriendo de espacio y de naves a otras navieras. Cabe señalar, que además de aplicar las anteriores políticas y gestiones, en muchos casos la Compañía toma al mismo tiempo en arriendo servicios de estas mismas navieras, minimizando su exposición neta.

Respecto al riesgo de variabilidad de la tasa de interés, al 31 de diciembre de 2019, 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 2019, 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 2019 y al 31 de diciembre de 2018 son los siguientes:

##### a) Índice de Liquidez

Índices de Liquidez		al 31 de diciembre de 2019	al 31 de diciembre de 2018
Liquidez Corriente	= $\frac{\text{Activos Corrientes}}{\text{Pasivos Corrientes}}$	0,672	1,579
Razón Ácida	= $\frac{\text{Activo Corriente - Inventario}}{\text{Pasivos Corrientes}}$	0,655	1,424

- Liquidez Corriente:** Este índice empeoró respecto a diciembre de 2018 debido a un aumento en los pasivos corrientes (247% / MMUS\$ 76,8) mayor al incremento de los activos corrientes (48% / MMUS\$ 23,3). El aumento en los pasivos corrientes al 31 de diciembre de 2019 se explica principalmente por el préstamo otorgado por la matriz Quiñenco por MMUS\$ 30 durante el tercer trimestre de 2019 y el obtenido con el Banco Consorcio por MMUS\$ 35 durante el cuarto trimestre de 2019, y por el incremento de MMUS\$ 7,9 asociado a la aplicación de norma IFRS 16 “Arrendamientos”, el cual generó un registro de un pasivo por arrendamiento clasificado como Pasivo financiero corriente, también explicado en párrafos precedentes. Por su parte, el aumento en los activos corrientes se explica principalmente por incremento en Efectivo y equivalentes al efectivo por los fondos obtenidos del financiamiento puente con el Banco Consorcio por MMUS\$ 35,0 durante el cuarto trimestre de 2019, asociado a la previamente comentada adquisición de participación adicional en HLAG realizada en enero de 2020. A lo anterior, se suma también una disminución en Otros activos no financieros, explicado por la implementación de la norma IFRS 16. Todos estos incrementos están explicados en el punto 1 letra a) del presente informe.
- Razón Ácida:** Este índice empeoró respecto a diciembre de 2018, debido un aumento en los pasivos corrientes (247% / MMUS\$ 76,8) mayor al aumento en los Activos corrientes descontados sus inventarios (60% / MMUS\$ 26,4). Tanto el aumento en los activos como en los pasivos financieros se encuentran explicados en el índice anterior, mientras que el inventario disminuyó entre los periodos por la menor actividad operacional en el negocio de transporte de vehículos.

## b) Índice de Endeudamiento

Índices de Endeudamiento		al 31 de diciembre de 2019	al 31 de diciembre de 2018
Endeudamiento	= $\frac{\text{Pasivos Totales}}{\text{Patrimonio}}$	0,132	0,060
Endeudamiento de Corto Plazo	= $\frac{\text{Pasivos Corrientes}}{\text{Pasivos Totales}}$	0,368	0,244
Endeudamiento de Largo Plazo	= $\frac{\text{Pasivos No Corrientes}}{\text{Pasivos Totales}}$	0,632	0,756
Cobertura Gastos Financieros	= $\frac{\text{Resultado antes de Impuestos} - \text{Costos Financieros}}{\text{Costos Financieros}}$	12,629	3,097

- Endeudamiento:** Este índice empeoró en relación a diciembre de 2018 por un aumento relativo de los Pasivos Totales (MMUS\$ 165,5 / 130% var.), acorde a lo explicado en la sección 1 a) del presente informe, mayor al aumento en el patrimonio (MMUS\$ 92,0/ 4% var.), generado principalmente por la variación en la inversión de HLAG, explicada previamente.
- Endeudamiento de Corto Plazo:** Este índice empeoró respecto a diciembre de 2018, debido a un mayor incremento relativo de los pasivos corrientes (MMUS\$ 76,8 / 247% var.), respecto al aumento en los pasivos totales (MMUS\$ 165,5 / 130% var.), explicado en la sección 1 a) del presente informe.
- Endeudamiento de Largo Plazo:** En contraposición al indicador anterior, este índice mejoró respecto a diciembre de 2018 debido a un aumento relativo menor de los pasivos no corrientes (MMUS\$ 89,5 / 93% var.) respecto a los pasivos totales (MMUS\$ 165,5 / 130% var.), ambos efectos explicados en la sección 1 a) del presente informe.
- Cobertura de Gastos Financieros:** Este índice mejoró en relación a diciembre de 2018, debido a un mayor incremento en el resultado antes de impuestos netos de costos financieros durante el periodo 2019 (MMUS\$ 120,6 / 703% var.), respecto al aumento observado también en los costos financieros acumulados (MMUS\$ 5,4 / 97% var.) respecto a diciembre 2018, ambos efectos explicados en la sección 1 b) del presente informe.

### c) Índice de Rentabilidad

Índices de Rentabilidad		al 31 de diciembre de 2019	al 31 de diciembre de 2018
Rentabilidad del Patrimonio	= $\frac{\text{Resultado Controladora}}{\text{Patrimonio Promedio}}$	0,0572	0,0086
Rentabilidad del Activo	= $\frac{\text{Resultado Controladora}}{\text{Activos Promedio}}$	0,0522	0,0081
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	= $\frac{\text{Resultado Controladora}}{\text{Número de Acciones}}$	0,0034	0,0005
Valor Bursátil de la Acción (en pesos chilenos)	=	27,4	19,7

\* 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 mejoró en comparación con el observado a diciembre de 2018, debido a un mejor resultado atribuible a los controladores de MMUS\$ 124,6 acumulado por el periodo terminado al 31 de diciembre 2019 en comparación a las utilidades de MMUS\$ 18,2 del periodo de 2018 (MMUS\$ 106,4 / 583% var.), compensado levemente por el incremento el patrimonio promedio (MMUS\$ 53,4/ 3%).
- **Rentabilidad del Activo:** Este índice mejoró respecto a diciembre de 2018, debido a un mejor resultado atribuibles a los controladores, antes explicado (MMUS\$ 106,4 / 583% var.), compensado levemente por un mayor activo promedio (MMUS\$ 125,7 / 6% var).
- **Retorno de Dividendos:** Este índice se mantuvo constante producto que no se han distribuido dividendos durante el periodo terminado al 31 de diciembre de 2019, ni en el ejercicio 2018.
- **Resultado por Acción:** La utilidad por acción mejoró respecto a diciembre de 2018 producto de un mejor resultado (MMUS\$ 106,4 / 583% 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 2019 aumentó un 39% en relación al 31 de diciembre de 2018.

#### d) Índice de Actividad

Índices de Actividad		al 31 de diciembre de 2019	al 31 de diciembre de 2018
Rotación de Inventario	= $\frac{\text{Costo de Combustible}}{\text{Inventario Promedio}}$	5,133	4,968
Permanencia de Inventarios	= $\frac{\text{Inventario Promedio} * 360}{\text{Costo de Combustible}}$	70,1	72,5

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

- **Rotación de Inventario:** Este indicador aumentó respecto al observado al 31 de diciembre de 2018, debido a una reducción relativa mayor en el inventario promedio (MMUS\$ -0,6 / -16% var.) respecto a la observada en el costo de combustible consumido (MMUS\$ -2,6 / -13% var.).
- **Permanencia de Inventario:** Debido a que la Rotación de inventarios aumentó (indicador previamente analizado) la permanencia de estos mismos disminuyó en relación a diciembre 2018, pasando de 72,5 a 70,1 días.