

ANÁLISIS RAZONADO

En base a los Estados Financieros Intermedios Consolidados
al 30 de Junio de 2016

COMPAÑÍA SUD AMERICANA DE VAPORES S.A. Y SUBSIDIARIAS



INDICE DE CONTENIDO

1. Análisis de la Situación Financiera	2
a) Estado de Situación Financiera	2
b) Estado de Resultados	5
c) Resultado Operacional por Segmento	7
2. Situación de Mercado	10
a) Segmento Portacontenedores	10
b) Segmento Otros Servicios de Transporte	13
3. Análisis del Flujo de Efectivo	15
4. Análisis de los Riesgos de Mercado	17
5. Índices Financieros	19
a) Índice de Liquidez	19
b) Índice de Endeudamiento	19
c) Índice de Rentabilidad	20
d) Índice de Actividad	21

1. Análisis de la Situación Financiera

a) Estado de Situación Financiera

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

ACTIVOS	al 30 de junio de 2016	al 31 de diciembre de 2015	Variación
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
Activos corrientes	95,7	80,2	15,5
Activos no corrientes	2.064,2	2.145,5	(81,3)
Total activos	2.159,9	2.225,7	(65,8)

PASIVOS Y PATRIMONIO	al 30 de junio de 2016	al 31 de diciembre de 2015	Variación
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
Pasivos corrientes totales	73,3	61,3	12,0
Pasivos no corrientes	109,3	113,5	(4,2)
Patrimonio controladora	1.968,2	2.042,4	(74,2)
Patrimonio no controladora	9,1	8,5	0,6
Total pasivos y patrimonio	2.159,9	2.225,7	(65,8)

Al 30 de junio de 2016, los activos totales disminuyeron en MMUS\$ 65,8 con respecto a los existentes al 31 de diciembre de 2015. Esta variación se explica por una disminución de MMUS\$ 81,4, en los activos no corrientes, compensado parcialmente por un aumento de MMUS\$ 15,5 en los activos corrientes.

La disminución de MMUS\$ 81,4 en los activos no corrientes se explica principalmente por la disminución de MMUS\$ 52,7 en inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación y por una disminución de MMUS\$ 25,9 en los activos por impuestos diferidos.

La variación en la cuenta inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación se explica por la disminución en el valor de la inversión en Hapag-Lloyd AG (en adelante HLAG) debido a la participación de CSAV en las pérdidas de dicha empresa durante el primer semestre, netos del efecto de amortización de PPA (*Purchase Price Allocation*), y también por su participación en los otros resultados integrales que afectan el patrimonio de HLAG.

Los resultados de HLAG, así como el resto de sus movimientos patrimoniales, se contabilizan al valor proporcional en el rubro de Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación. Durante el primer semestre de 2016, CSAV registró una disminución de la inversión

de MMUS\$ 36,2 por su participación en los resultados del negocio conjunto HLAG, incluyendo los efectos de la amortización del PPA, y una menor inversión adicional de MMUS\$ 16,4 por la participación de la Compañía en los otros resultados integrales y otras reservas de HLAG. Para mayor información, ver Nota 15 de los presentes Estados Financieros Intermedios Consolidados.

A continuación, se presenta un cuadro resumen de los movimientos de la inversión en HLAG:

Detalle de movimientos de la Inversión de CSAV en HLAG	
	MM US\$
Saldo al 31 de diciembre de 2015	1.792,4
Participación en resultados de HLAG	(50,2)
Efecto de PPA en resultados	14,0
Total participación en resultados	(36,2)
Participación en otros resultados integrales	(16,5)
Otros cambios patrimoniales	(0,0)
Saldo al 30 de junio de 2016	1.739,7

La disminución en la cuenta Activos por impuestos diferidos de MMUS\$ 25,9 se explica principalmente por un cargo a resultados de MMUS\$ 17,2 proveniente de un ajuste en la pérdida tributaria de arrastre, asociado a la utilidad tributaria generada en la transacción con HLAG en 2014, y por el gasto por impuestos del período principalmente asociado a la estructura de financiamiento dentro del Grupo CSAV necesaria para financiar la inversión en HLAG. Durante el primer semestre de 2016, el efecto neto de la variación del tipo de cambio del Euro / USD sobre dicha estructura de financiamiento no generó, como en períodos anteriores, utilidades o pérdidas tributarias significativas, sino que el consumo de activo diferido del período corresponde más bien al efecto impuesto de los intereses devengados en Chile.

Por su parte, el aumento de MMUS\$ 15,5 en los activos corrientes se explica principalmente por un aumento del efectivo y equivalentes al efectivo en MMUS\$ 8,8 y por un aumento de deudores comerciales y cuentas por cobrar en MMUS\$ 6,3, las que producto de los cambios operativos implementados en los últimos meses reflejan temporalmente un mayor volumen de cuentas por cobrar asociadas a arriendos de naves, combustible y otros aspectos operativos. Un efecto similar se ve reflejado y compensado en las cuentas por pagar corrientes, por lo que el impacto de este aumento en capital de trabajo neto no es significativo.

Al 30 de junio de 2016, los pasivos aumentaron en MMUS\$ 7,8 con respecto a los existentes al 31 de diciembre de 2015. Esta variación se explica por un aumento de MMUS\$ 12,0 en los pasivos corrientes, compensados parcialmente por una disminución de MMUS\$ 4,2 en los pasivos no corrientes.

El aumento de MMUS\$ 12,0 en los pasivos corrientes se explica principalmente por un aumento de MUS\$ 8,1 en Otras provisiones, como consecuencia del traspaso a la porción corriente de ciertas partidas registradas como no corrientes a diciembre de 2015 acorde a su vencimiento esperado, netas del reverso de una provisión por MMUS\$ 6,5 en su porción corriente asociada a la favorable resolución del caso legal NYSA-ILA, y un aumento en las Cuentas comerciales y cuentas por pagar de MMUS\$ 4,5, las que se incrementaron principalmente por los aspectos operativos mencionados previamente y que se vieron compensadas con el pago de multas asociadas a la investigación de las autoridades de libre competencia en el negocio de transporte de vehículos por MMUS\$ 2,4, que al estar devengadas se encontraban contabilizadas como cuentas por pagar al cierre de 2015.

La disminución de MMUS\$ 4,3 en los pasivos no corrientes se explica principalmente por un aumento de MMUS\$ 49,5 en Otros pasivos financieros, fondos utilizados parcialmente para prepagar totalmente las Cuentas por pagar a entidades relacionadas, producto del pago del crédito de MMUS\$ 30,0 que la Compañía mantenía con su matriz, Quiñenco S.A., y una disminución de MMUS\$ 24,2 en otras provisiones, que refleja el traspaso hacia el corto plazo de ciertas provisiones acorde a su vencimiento estimado así como el reverso de una provisión por MMUS\$ 6,0 correspondiente a la porción no corriente del caso NYSA-ILA, producto de su favorable resolución, como se indicó anteriormente y se explica a continuación.

En relación al aumento de MMUS\$ 49,5 en Otros pasivos financieros antes mencionado, el día 30 de junio de 2016 la Compañía suscribió un contrato de crédito por MMUS\$ 50 con el Banco Consorcio y Banco Internacional (MMUS\$ 45 y MMUS\$ 5 respectivamente). Con los fondos recaudados de este financiamiento se prepagó totalmente el crédito que CSAV mantenía con su matriz Quiñenco S.A por MMUS\$ 30. El saldo de los fondos recaudados se destinará a cubrir otros requerimientos generales de la Compañía.

El reverso de provisión mencionado previamente por un total de MMUS\$ 12,5, en sus porciones corriente y no corriente, está relacionado a la resolución favorable de una reclamación del Fondo de Pensiones “NYSA-ILA”, que cubre a los estibadores de los puertos de los estados de Nueva York y Nueva Jersey (Estados Unidos), en contra de CSAV por un supuesto retiro del fondo asociado a la fusión de su negocio portacañenedores con HLAG. Mayores detalles del caso se presentan en las notas 24 y 35 de los presentes estados financieros.

Al 30 de junio de 2016, el patrimonio disminuyó en MMUS\$ 73,6 con respecto al existente al 31 de diciembre de 2015. Esta variación se explica principalmente por la pérdida de MMUS\$ 59,5 del ejercicio al 30 de junio de 2016 y por un efecto negativo en Otras Reservas de MMUS\$ 12,0, principalmente producto de la participación de CSAV en los otros resultados integrales de HLAG.

b) Estado de Resultados

	al 30 de junio de 2016	al 30 de junio de 2015	Variación
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
Ingresos de actividades ordinarias	66,6	112,0	(45,4)
Costo de ventas	(67,9)	(109,5)	41,6
Ganancia bruta	(1,3)	2,5	(3,8)
Gasto de administración	(7,0)	(8,3)	1,3
Otros resultados operacionales	14,4	6,7	7,6
Resultado Operacional	6,1	0,9	5,2
R.A.I.I.D.A.I.E. (EBITDA sin asociadas)	7,3	2,6	4,7
Gastos financieros netos	(1,7)	(1,4)	(0,3)
Participación asociadas y negocios conjuntos	(36,3)	78,7	(114,9)
Diferencia de cambio y otros no operacionales	(0,2)	1,0	(1,2)
Impuestos	(26,9)	0,2	(27,2)
Resultados después de impuestos	(58,9)	79,5	(138,4)
Resultado atribuible a la controladora	(59,5)	80,0	(139,5)

El **Resultado atribuible a la controladora** para el ejercicio al 30 de junio de 2016 ascendió a una pérdida de MMUS\$ 59,5, lo que representa un menor resultado de MMUS\$ 139,5 respecto al mismo período del año anterior.

El **Resultado de Actividades Operacionales**, ascendió a una utilidad de MMUS\$ 6,1 al 30 de junio de 2016, lo que representa un mayor resultado de MMUS\$ 5,2 respecto al mismo período del año anterior. Este mayor resultado se explica en gran medida producto del reverso de la provisión por MMUS\$ 12,5 mencionada previamente.

El **Estado de Resultados** de CSAV muestra que los **Ingresos de Actividades Ordinarias** alcanzaron a MMUS\$ 66,6 al 30 de junio de 2016, lo que representa una caída de MMUS\$ 45,4 respecto a igual periodo del año anterior. Esta caída se explica principalmente por el cierre de las operaciones de transporte de carga refrigerada a través de buques cámara, operación estacional de transporte de fruta que operó por última vez durante el primer trimestre del 2015, y en menor medida, por la salida de CSAV del negocio de transporte de graneles sólidos ocurrida durante el tercer trimestre del 2015.

Adicionalmente, esta caída en los ingresos se explica por las menores tarifas de flete en los servicios de transporte de vehículos, debido a la menor actividad y demanda por transporte en los mercados de la costa oeste de Sudamérica. Del mismo modo, las tarifas de flete se han visto presionadas a la baja por el efecto de la reajustabilidad de una parte de éstas a la variación del

precio del combustible, que considerando la caída registrada en el precio de dicho insumo durante el ejercicio, contribuyó también a la disminución de ingresos.

El **Costo de Ventas** alcanzó a MMUS\$ 67,9 al 30 de junio de 2016, lo que representa una disminución de MMUS\$ 41,6 respecto a igual periodo del año anterior. Esta disminución se explica por la ya mencionada salida de los negocios de carga refrigerada en buques cámara y de operación en los negocios de transporte de carga sólida a granel, así como por una estructura operacional en los servicios de transporte de vehículos más eficiente y acorde con la menor actividad del mercado. Adicionalmente, la caída en el Costo de ventas también se explica por el menor precio promedio del combustible observado durante el 2015, el que cayó cerca de 26% comparado con igual periodo del año 2015. A pesar de lo anterior, y como mencionado anteriormente, dado que una parte de las ventas tiene cláusulas de reajustabilidad por la variación del precio del combustible una parte del efecto positivo en costos se vio parcialmente compensado con menores ingresos.

Los **Gastos de Administración** ascendieron a MMUS\$ 7,0 lo que representa una disminución de MMUS\$ 1,3 respecto a igual periodo del año anterior.

Por otra parte, los **Otros resultados operacionales** ascendieron a MMUS\$ 14,4 para el primer semestre de 2016, explicados principalmente por el reverso de la provisión asociada al caso NYSA-ILA por MMUS\$ 12,5, descrita previamente.

Con respecto al resultado en las **Participación de asociadas y negocios conjuntos**, CSAV reconoció una pérdida de MMUS\$ 36,3, la que se explica por la participación de CSAV en los resultados de HLAG.

Acorde al método de la participación que aplica a un negocio conjunto, CSAV refleja en sus resultados su participación directa en el resultado atribuible a los propietarios de HLAG y también el efecto en resultados de la amortización de su PPA sobre HLAG, determinado al cierre de la transacción el 2 de diciembre de 2014 (acorde con NIIF 3 y NIC 28).

HLAG reportó al 30 de junio de 2016 una pérdida atribuible a los propietarios de la controladora de MMUS\$ 160,1 sobre la que CSAV debió reconocer una utilidad de MMUS\$ 44,5 asociada a la amortización del PPA correspondiente al primer semestre del 2016. Respecto a dichos valores la Compañía aplicó su participación proporcional correspondiente al 31,35%. De esta forma, CSAV reconoció una pérdida de MMUS\$ 50,2 correspondiente a su participación directa en los resultados de HLAG y una utilidad de MMUS\$ 14,0 por su participación en la amortización del PPA, registrando una participación neta en los resultados de HLAG de MMUS\$ 36,2.

Durante el primer semestre del 2016 CSAV reconoció un gasto por **impuesto a las ganancias** de MMUS\$ 26,9, el que se explica principalmente por un cargo de MMUS\$ 17,2 asociado a un ajuste en la pérdida tributaria de arrastre, realizado durante el segundo trimestre de 2016 y explicado con mayor detalle en la sección a) de este informe y en la nota 21 de los presentes estados financieros, y por el gasto por impuestos del período que se generó proveniente principalmente de los intereses asociados a la estructura de financiamiento dentro del Grupo CSAV necesaria para financiar la inversión en HLAG, como fue explicado en la sección a) anterior.

De esta forma, el **Resultado atribuible a los propietarios de la controladora** registró una pérdida de MMUS\$ 59,5 al primer semestre del 2016, lo que representa un menor resultado por MMUS\$ 139,5 respecto al mismo periodo del año anterior.

c) Resultado Operacional por Segmento

Al 30 de junio de 2016, CSAV reporta dos segmentos de negocios: Negocio Portacontenedores y Otros Servicios de Transporte. A continuación una breve descripción de cada uno:

- Negocio Portacontenedores: corresponde a las actividades de transporte marítimo de contenedores realizadas por HLAG, y representadas por la inversión en dicho negocio conjunto, más ciertos activos y pasivos asociados al negocio portacontenedores y a dicha inversión, que están bajo el control de CSAV (activo diferido, pasivos financieros y otros).
- Otros Servicios de Transporte: comprenden la operación de CSAV en los servicios de transporte de automóviles (principalmente hacia los mercados de la costa oeste de Sudamérica), transporte de graneles líquidos en la costa oeste de Sudamérica y los servicios de operación logística y de *freight forwarder* a través del grupo de subsidiarias Norgistics. Es importante destacar que durante 2015 CSAV se retiró definitivamente del negocio de transporte de graneles sólidos con la reentrega de la última nave arrendada, y que la operación de transporte de carga refrigerada en naves cámara fue reestructurada para atender a dichos clientes a través de los servicios de Norgistics.

A continuación se presenta la apertura del resultado por segmentos al 30 de junio de 2016 (más detalles en la Nota 6 de los presentes Estados Financieros Intermedios Consolidados):

Segmento Portacontenedores	al 30 de junio de 2016	al 30 de junio de 2015	Variación
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
Ingresos ordinarios	-	-	-
Costo de ventas	-	-	-
Margen bruto	-	-	-
Gasto de administración	(1,6)	(1,0)	(0,6)
Otros resultados operacionales	12,5	5,6	6,9
Resultado de actividades operacionales	10,9	4,6	6,3
Gastos financieros netos	(1,7)	(1,3)	(0,3)
Participación en resultado de asociadas	(36,2)	78,7	(114,9)
Diferencia de cambio y otros	0,0	1,7	(1,7)
Impuestos	(27,5)	(1,8)	(25,7)
Resultado procedente de operaciones continuadas	(54,5)	81,9	(136,3)
Resultado atribuible a participaciones no controladoras	-	-	-
Resultado atribuible a los controladores	(54,5)	81,9	(136,3)

El segmento portacontenedores presentó durante el primer semestre de 2016 una pérdida de MMUS\$ 54,5 que se explica principalmente por el ya mencionado resultado negativo en la inversión en HLAG y los mayores gastos en impuestos ya comentados precedentemente, los que fueron compensados parcialmente por el reverso de la provisión asociada al caso NYSA-ILA, explicado en las secciones anteriores.

Segmento Otros servicios de transporte	al 30 de junio de 2016	al 30 de junio de 2015	Variación
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
Ingresos ordinarios	66,6	112,0	(45,4)
Costo de ventas	(67,9)	(109,5)	41,6
Margen bruto	(1,3)	2,5	(3,8)
Gasto de administración	(5,4)	(7,3)	1,9
Otros resultados operacionales	1,9	1,1	0,8
Resultado de actividades operacionales	(4,8)	(3,7)	(1,1)
Gastos financieros netos	(0,0)	(0,0)	0,0
Participación en resultado de asociadas	(0,0)	-	(0,0)
Diferencia de cambio y otros	(0,2)	(0,7)	0,5
Impuestos	0,6	2,0	(1,4)
Resultado procedente de operaciones continuadas	(4,4)	(2,4)	(2,0)
Resultado atribuible a participaciones no controladoras	(0,6)	0,5	(1,1)
Resultado atribuible a los controladores	(5,1)	(1,9)	(3,1)

Los otros servicios de transporte presentan una pérdida de MMUS\$ 5,1 durante el primer semestre de 2016, lo que representa un peor resultado de MMUS\$ 3,1 respecto del mismo periodo del año anterior. Este menor resultado se explica principalmente por las desfavorables condiciones de mercado en la importación de vehículos en la costa oeste de Sudamérica, las cuales se han mantenido durante los últimos dos años, y que han generado en el negocio de transporte de vehículos una baja considerable en las tarifas de flete y así como una menor demanda por transporte.

2. Situación de Mercado

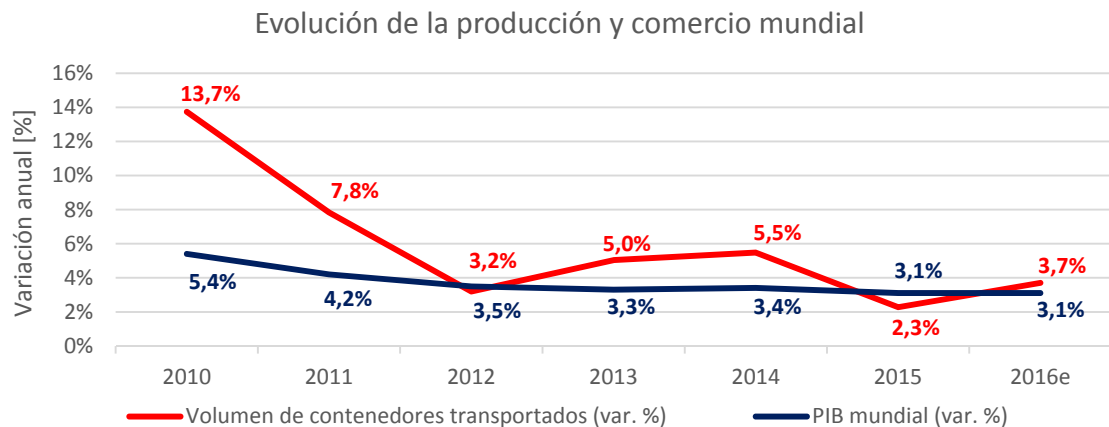
a) Segmento Portacontenedores

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

La industria naviera portacontenedores sigue enfrentada a una situación de mercado muy volátil y mayormente adversa, la cual se caracteriza por:

- **Debilidad de la economía mundial.**

En los últimos años se ha observado un menor crecimiento del PGB mundial, así como también un menor crecimiento de los volúmenes transportados de contenedores, tal como se muestra en la figura a continuación. Para el año 2016 se estima que el crecimiento en la demanda por transporte en naves portacontenedores crecerá un 3,7%.



Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI) y Clarksons

En particular, el crecimiento de China y el resto de Asia han mostrado un significativo menor dinamismo, afectando negativamente sus importaciones y exportaciones, así como también los volúmenes transportados a nivel mundial. Aún existe incertidumbre por los cambios políticos que pueden ocurrir en el mundo durante los próximos meses así como por los efectos del Brexit.

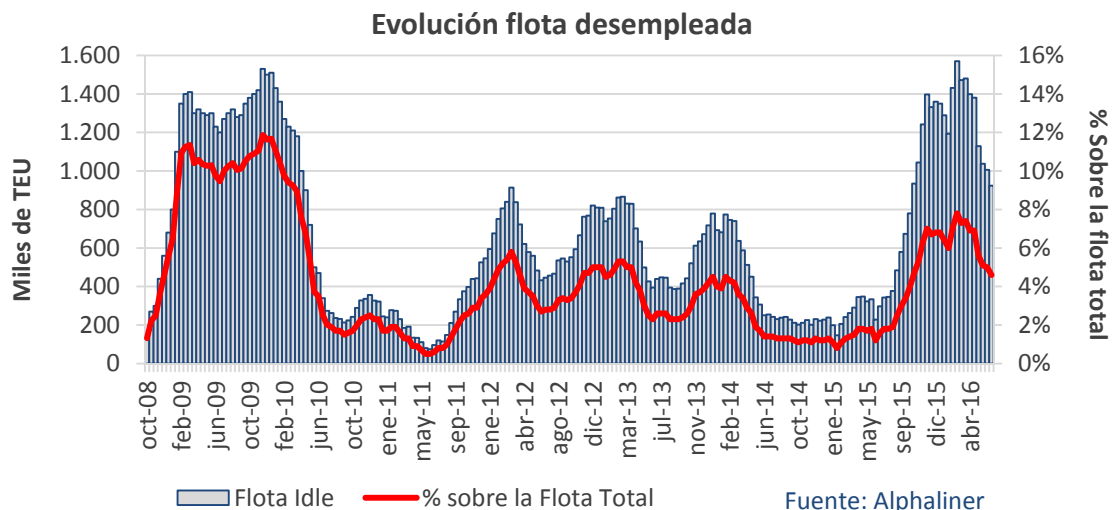
- **Sobreoferta de espacio.**

La sobreoferta de capacidad instalada (medida en TEU) se generó a partir de la crisis de 2008/2009 y sigue presionado a la industria. Desde entonces, la mayoría de las principales compañías navieras del mundo han tomado una serie de medidas muy relevantes para mejorar la condición de equilibrio entre oferta y demanda. Entre algunas de estas medidas se encuentran el cierre y reestructuración de servicios de transporte, suspensión de viajes, detención de flota y desguace de las naves. Del mismo modo, y con creciente importancia, las compañías navieras han promovido acuerdos de operación conjunta y alianzas operacionales con otras navieras.

Siguiendo esta línea, las órdenes de construcción están relacionadas mayoritariamente a operadores navieros o contratos de arrendamiento de muy largo plazo y no, como ocurría hasta años recientes, principalmente a inversionistas y armadores navieros no operadores. Todas estas órdenes están asociadas a un plan de crecimiento ordenado y en coordinación con los acuerdos de operación conjunta o alianzas en que dichas navieras operan. Actualmente, las naves en construcción alcanzan al 17,0% de la flota en operación.

Se estima que la apertura de la ampliación del canal de Panamá, la cual se materializó durante julio de 2016, podría afectar paulatinamente el equilibrio de oferta y demanda en los tráficos mundiales por los efectos en reposición de flota acorde a las nuevas características del canal.

Si bien estos esfuerzos han llevado a las compañías navieras a una mayor racionalización del uso de sus activos, en donde actualmente las órdenes de construcción se han estabilizado en niveles más razonables, el menor dinamismo de la demanda por transporte observado durante los últimos años ha seguido generado una sobreoferta de capacidad. Un indicador de este fenómeno, además de las bajas tarifas de flete y volatilidad en éstas, es la flota detenida, la cual ha alcanzado durante 2016 niveles más altos comparado con años recientes y similares a los observados durante 2009 y 2011.



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

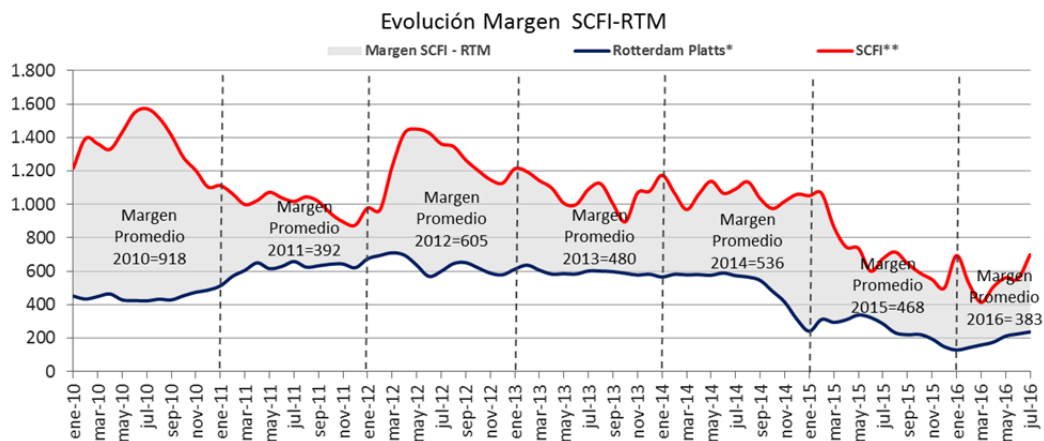
- **Alta competencia en el mercado de transporte.**

Las tarifas de flete, deducido el costo de combustible correspondiente (“tarifas ex bunker”), para la mayoría de los tráficos continúan por debajo de los niveles históricos y muy por debajo del nivel que la industria podría considerar hoy como un equilibrio sostenible. Durante el primer semestre del 2016, el índice SCFI ha alcanzado su nivel más bajo luego de la crisis del 2009, con una significativa variabilidad de la tarifa durante este periodo.

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

Este es el principal insumo de la industria. Hasta finales de 2014 se mantuvo en niveles muy altos mostrando desde entonces caídas significativas, al igual que otros “commodities”. Durante el primer semestre del 2016 el precio del combustible se ha estabilizado pero con una leve tendencia al alza pero todavía en niveles bajos comparados con años anteriores.

A pesar de lo anterior, la industria continua trabajando en la racionalización del uso de sus recursos y en la optimización de sus operaciones, por lo que se sigue aplicando el concepto de “super slow steaming” (navegación lenta), manteniendo el foco en reducir los costos operacionales, aumentar la productividad y utilización de activos, como también aumentar la eficiencia en el consumo de combustible. Los principales operadores del mundo han impulsado planes de inversión de naves portacontenedores que buscan conjuntamente renovar su flota y adecuarse de mejor manera a los nuevos paradigmas de operación enfocados a aumentar la eficiencia, economías de escala, reducción el consumo de combustible y de naves adecuadas a las nuevas características del canal de Panamá.



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

** Shanghai Containerized Freight Index.

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

En la actualidad, aun cuando existe un gran número de participantes dentro de la industria, especialmente en el segmento de compañías de menor tamaño, se observa un creciente esfuerzo por consolidar la industria. A la fusión del negocio portacontenedores de CSAV con Hapag-Lloyd, ocurrido a finales de 2014, se han sumado en el último tiempo las fusiones de Hamburg-Süd con CCNI, COSCO con China Shipping, y de CMA CGM con APL. Estas dos últimas se harán efectivas dentro del presente año. Adicionalmente, a mediados de julio de 2016 HLAG comunicó al mercado que firmó un acuerdo de combinación de negocios (fusión) con la naviera United Arab Shipping Company (UASC).

Con la materialización de todas estas transacciones, los diez principales operadores del mundo concentrarían sobre el 73% de la capacidad instalada, mientras que los primeros cinco mantendrían sobre el 56%. Por otra parte, los mayores cinco operadores alcanzarán niveles de economías de escala y tamaño varias veces mayor a los siguientes operadores.

Del mismo modo, durante los últimos años las compañías navieras han aumentado los acuerdos de operaciones conjuntas y alianzas operacionales con el fin de mejorar los niveles de servicio a los clientes, obteniendo al mismo tiempo economías de escala y economías de red. Estos esfuerzos han sido muy significativos y se han formado importantes alianzas operacionales globales.

Durante los primeros meses de 2016 se ha anunciado la nueva estructura de las alianzas y la reestructuración de varios participantes de la industria, todos los cuales se harían efectivos a partir del primer semestre de 2017. Respecto a estos, se ha anunciado la disolución de las alianzas Ocean Three, G6 y CKYHE, para dar forma a dos nuevas alianzas, Ocean Alliance y THE Alliance, esta última integrada por HLAG. Estas nuevas alianzas operacionales concentrarán en promedio sobre el 90% de la capacidad de transporte en los principales tráficos de la industria mundial.

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

b) Segmento Otros Servicios de Transporte

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

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

CSAV transporta vehículos principalmente desde Asia, Estados Unidos y Europa hacia los mercados de la costa oeste de Sudamérica, siendo Chile y Perú los de mayor volumen. Estos últimos mercados están negativamente afectados por las condiciones económicas locales y por las también negativas expectativas de los consumidores acerca del futuro.

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

El negocio de transporte de graneles líquidos en que opera la compañía está enfocado principalmente al movimiento de ácido sulfúrico en la costa oeste de Sudamérica, relacionado principalmente con la producción minera en esta región. Durante el último semestre el mercado se ha mantenido estable respecto al año anterior y ha mostrado mejores resultados.

El negocio de operación logística y *freight forwarder* está estrechamente relacionado a la evolución de la actividad en el negocio de transporte de contenedores y a las tarifas de flete. Durante 2016 la situación de los mercados en la costas este y oeste de Sudamérica han mantenido una evolución desfavorable dado el menor desempeño de las economías de esta región y una alta volatilidad de las tarifas de flete.

3. Análisis del Flujo de Efectivo

Los principales componentes del flujo de efectivo originado en cada ejercicio son los siguientes:

	al 30 de junio de 2016	al 30 de junio de 2015	Variación
	MM US\$	MM US\$	
Flujo procedente de Actividades de Operación	(11,9)	(25,2)	13,3
Flujos operacionales	(10,8)	(24,7)	14,0
Impuestos y otros	(1,1)	(0,5)	(0,7)
Flujo procedente de Actividades de Inversión	2,4	(2,6)	5,0
Compra y venta de propiedades, planta y equipo	(0,0)	(2,8)	2,7
Flujos de efectivo procedentes de venta de part. no controladoras	2,3	-	2,3
Otros	0,1	0,2	(0,1)
Flujo procedente de Actividades de Financiamiento	18,3	33,2	(14,9)
Emisión de acciones	-	162,7	(162,7)
Obtención y pago de préstamos empresas relacionadas	(30,0)	-	(30,0)
Obtención y pago de préstamos	49,7	(127,1)	176,8
Pago de intereses	(1,4)	(1,6)	0,2
Dividendos	-	(0,7)	0,7
Efecto variación tipo de cambio	0,0	(0,5)	0,5
Flujo de efectivo neto	8,8	4,9	3,9

La variación neta de la cuenta Efectivo y equivalentes al efectivo, entre el 31 de diciembre de 2015 y el 30 de junio de 2016, que equivale al Flujo de Efectivo Neto del semestre, fue positiva en MMUS\$ 8,8, lo que representa una mejora de MMUS\$ 3,9 respecto al mismo período del año anterior.

El **Flujo procedente de actividades de operación** fue negativo en MMUS\$ 11,9 durante el primer semestre de 2016, lo que representa una mejora de MMUS\$ 13,3 respecto al mismo período del año anterior. El flujo acumulado al primer semestre de 2016 se explica principalmente por las pérdidas de las actividades operacionales (netas del reverso de la provisión asociada al caso NYSA-ILA) y por los desembolsos derivados de las investigaciones de las autoridades de libre competencia en el negocio de transporte de vehículos que alcanzaron a MMUS\$ 4,8 en el semestre. Estos últimos pagos estaban provisionados o bien ya se habían devengado y contabilizado como cuentas por pagar al cierre de 2015, no afectando de esta forma el resultado del período pero sí el flujo operacional.

El **Flujo procedente de actividades de inversión** fue positivo en MMUS\$ 2,4 al 30 de junio de 2016, lo que representa una mejora de MMUS\$ 5,0 respecto al mismo período del año anterior. El flujo acumulado al primer semestre de 2016 se explica principalmente por la venta de participaciones no controladoras que la compañía mantenía en ciertas sociedades, registradas como inversiones financieras en el rubro "Otros activos financieros" del Estado de Situación Financiera Consolidado.

El **Flujo procedente por actividades de financiamiento** fue positivo en MMUS\$ 18,3 en el primer semestre de 2016, lo que representa una disminución de MMUS\$ 14,9 respecto al mismo período del año anterior. El flujo acumulado a Junio de 2016 se explica principalmente por el hecho que el día 30 de junio de 2016 la Compañía suscribió un contrato de crédito por MMUS\$ 50,0 con el Banco Consorcio y Banco Internacional (MMUS\$ 45,0 y MMUS\$ 5,0 respectivamente), como fue mencionado en las secciones anteriores. Con los fondos recaudados de este financiamiento se prepagó totalmente el crédito que CSAV mantenía con su matriz Quiñenco S.A por MMUS\$ 30,0. El saldo de los fondos recaudados se destinará a cubrir otros requerimientos generales de la Compañía. Este nuevo crédito por MMUS\$ 50 podría ser novado a un bono en dólares con una sola amortización de capital en cinco años plazo (junio 2021), pagos de intereses semestrales y con la misma tasa de interés ya definida en el crédito suscrito. La posibilidad de novación ya está comprometida por parte de los bancos o partes relacionadas a éstos.

4. Análisis de los Riesgos de Mercado

La inversión que la Compañía mantiene en HLAG es hoy su principal activo (80,5% del total de activos al 30 de junio de 2016), por lo que aunque los riesgos de mercado del negocio portacontenedores no se reflejan directamente en los estados financieros de CSAV sí lo hacen indirectamente puesto que dichos efectos se presentan finalmente en el valor de la inversión que CSAV mantiene en dicho negocio conjunto, en los dividendos que puede recibir de dicha empresa y en los efectos en patrimonio y resultados del período. Por esta razón, y aun cuando CSAV aportó a HLAG la totalidad de su operación de portacontenedores en 2014, los principales riesgos del negocio siguen siendo aquellos relacionados con la industria de transporte de contenedores.

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

Los principales riesgos que enfrenta la Compañía en la operación directa 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, riesgos de obsolescencia de activos, riesgos medioambientales y cambios en la regulación.

Respecto a la demanda, el principal riesgo proviene de la situación económica mundial y el impacto de una desaceleración global. Las estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) de julio de 2016, presentan una leve disminución de sus proyecciones para el crecimiento producto interno bruto mundial para el presente año respecto a las publicadas en abril de 2016, las cuales disminuyeron en un 0,1%, proyectándose un crecimiento de un 3,1% para 2016, manteniéndose el crecimiento observado durante el 2015, por lo que en términos de demanda no se proyectan cambios importantes en el corto plazo; adicionalmente, Sudamérica sigue mostrando un débil desempeño. Por otra parte el FMI proyecta que durante 2016 el comercio mundial (productos y servicios) crecerá un 2,7% versus un 2,6% en 2015, lo que parece confirmar un escenario estable en el corto plazo.

Respecto a la oferta, existe el riesgo de que las nuevas construcciones de naves que 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.

Adicionalmente, 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").

Por otra parte, el precio del combustible ha mostrado una disminución muy importante desde el último trimestre de 2014; sin embargo, éste sigue presentando volatilidad y no existe certeza de su evolución futura. De forma de mitigar este riesgo, una parte de las ventas de flete se reajustan

con la variación del precio del combustible, y para aquellas ventas a precio fijo o porciones no cubiertas por dicho ajuste, se contratan coberturas de precio de combustible.

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

Respecto al riesgo de variabilidad del tipo de cambio, la Compañía tiene la mayor parte de sus ingresos y costos operacionales en dólares estadounidenses. Al 30 de junio de 2016 existen ciertos activos y pasivos en otras monedas cuales se detallan en la Nota 33 de los presentes Estados Financieros Intermedios Consolidados. Al 30 de junio de 2016 CSAV no mantiene coberturas de tipo de cambio, y gestiona el riesgo de variación de tipo de cambio sobre el capital de trabajo convirtiendo periódicamente a dólares estadounidenses cualquier saldo en moneda local que exceda las necesidades de pago en esa moneda.

5. Índices Financieros

Los principales indicadores financieros al 30 de junio de 2016 son los siguientes:

a) Índice de Liquidez

Índices de Liquidez			al 30 de junio de 2016	al 31 de diciembre de 2015	al 30 de junio de 2015
Liquidez Corriente	=	$\frac{\text{Activos Corrientes}}{\text{Pasivos Corrientes}}$	1,305	1,309	1,350
Razón Ácida	=	$\frac{\text{Efectivo y equivalentes al Efectivo}}{\text{Pasivos Corrientes}}$	0,835	0,855	0,738

- **Liquidez Corriente:** Este índice disminuye levemente respecto a diciembre de 2015, debido a un aumento de los activos corrientes (MMUS\$ 15,5) compensado por un aumento de los pasivos corrientes (MMUS\$ 12,0). Respecto a junio de 2015, este índice es menor debido a un aumento en los activos corrientes (MMUS\$ 3,1) compensado por un aumento en los pasivos corrientes (MMUS\$ 4,3)
- **Razón Ácida:** Este índice se reduce respecto a diciembre de 2015, debido a un aumento del efectivo (MMUS\$ 8,8) compensado con un aumento de los pasivos corrientes (MMUS\$ 12,0). Respecto a junio de 2015, este índice es mayor debido a un aumento en el efectivo (MMUS\$ 10,6) mayor al aumento de los pasivos corrientes (MMUS\$ 4,7).

b) Índice de Endeudamiento

Índices de Endeudamiento			al 30 de junio de 2016	al 31 de diciembre de 2015	al 30 de junio de 2015
Endeudamiento	=	$\frac{\text{Pasivos Totales}}{\text{Patrimonio}}$	0,092	0,085	0,069
Endeudamiento de Corto Plazo	=	$\frac{\text{Pasivos Corrientes}}{\text{Pasivos Totales}}$	0,402	0,351	0,466
Endeudamiento de Largo Plazo	=	$\frac{\text{Pasivos No Corrientes}}{\text{Pasivos Totales}}$	0,598	0,649	0,534
Cobertura Gastos Financieros	=	$\frac{\text{Resultado antes de Impuestos e Intereses}}{\text{Costos Financieros}}$	17,345	4,346	-52,976

- **Endeudamiento:** Este índice aumenta levemente en relación a diciembre de 2015, debido al aumento de los pasivos totales (MMUS\$ 7,8) y a la disminución del patrimonio (MMUS\$ 73,6). Respecto a junio de 2015, este índice presenta un alza debido al aumento de los pasivos totales (MMUS\$ 35,5) y a la disminución del patrimonio (MMUS\$ 162,5).
- **Endeudamiento de Corto Plazo:** Este índice aumenta levemente respecto a diciembre de 2015, debido al aumento de los pasivos corrientes (MMUS\$ 12,0) compensado por el aumento de los pasivos totales (MMUS\$ 7,8). Respecto a junio de 2015, este índice se redujo debido al aumento de los pasivos corrientes (MMUS\$ 4,7) compensado por el aumento de los pasivos totales (MMUS\$ 35,5).
- **Endeudamiento de Largo Plazo:** Este índice disminuye respecto a diciembre de 2015 y aumenta respecto a junio de 2015 en contraposición al índice de corto plazo, al disminuir el peso de los pasivos corrientes.
- **Cobertura de Gastos Financieros:** Este índice aumenta en relación a diciembre de 2015, por un incremento en la pérdidas asociadas al resultado antes de impuestos e intereses (MMUS\$ 13,2) y menores costos financieros (MMUS\$ 2,2). Respecto a junio de 2015, este indicador aumenta debido a la disminución de los resultados antes de impuestos e intereses (MMUS\$ 111,0) y mayores costos financieros (MMUS\$ 0,2).

c) Índice de Rentabilidad

Índices de Rentabilidad		al 30 de junio de 2016	al 31 de diciembre de 2015	al 30 de junio de 2015
Rentabilidad del Patrimonio	= $\frac{\text{Resultado Controladora}}{\text{Patrimonio Promedio}}$	-0,030	-0,007	0,040
Rentabilidad del Activo	= $\frac{\text{Resultado Controladora}}{\text{Activos Promedio}}$	-0,027	-0,007	0,036
Rendimiento Activos Operacionales	= $\frac{\text{Resultado de Actividades Operacionales}}{\text{Activos Operacionales Promedio}^*}$	0,003	-0,007	0,000
Retorno de Dividendos	= $\frac{\text{Dividendos Pagados en los últimos 12 meses}}{\text{Precio de Mercado de la Acción}}$	0,000	0,000	0,000
Resultado por Acción	= $\frac{\text{Resultado Controladora}}{\text{Número de Acciones}}$	-0,0019	-0,0005	0,0026
Valor Bursátil de la Acción (en pesos chilenos)		13,2	13,7	20,4

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

- **Rentabilidad del Patrimonio:** el indicador disminuye en relación a diciembre de 2015, debido a un menor resultado del ejercicio (MMUS\$ 44,9), y un aumento en el patrimonio

promedio (MMUS\$ 38,7). Respecto a junio de 2015, este índice disminuye debido a un menor resultado del ejercicio (MMUS\$ 139,5) y una disminución del patrimonio promedio (MMUS\$ 5,7).

- **Rentabilidad del Activo:** Este índice disminuye en relación diciembre de 2015, debido a un menor resultado del ejercicio (MMUS\$ 44,9) y un menor activo promedio (MMUS\$ 25,4). Respecto a junio de 2015, el indicador disminuye debido a un menor resultado del ejercicio (MMUS\$ 139,5) y un menor activo promedio (MMUS\$ 55,9).
- **Rendimiento Activos Operacionales:** El índice aumenta en relación a diciembre de 2015, debido a un mejor resultado operacional (MMUS\$ 19,2) y a menores activos operacionales promedio (MMUS\$ 13,4). En relación a junio de 2015, el indicador aumenta levemente debido a un mejor resultado operacional (MMUS\$ 5,2) y a menores activos operacionales promedio (MMUS\$ 44,9)
- **Retorno de Dividendos:** Este índice se mantiene constante producto que no se han entregado dividendos durante los ejercicios 2015 y 2016.
- **Resultado por Acción:** La utilidad por acción respecto a diciembre de 2015 cae producto de un menor resultado (MMUS\$ 44,9). Respecto a junio de 2015, el índice disminuye debido a un menor resultado (MMUS\$ 139,5) y a un menor número de acciones por un total de 1,9 millones de acciones.
- **Valor bursátil de la acción:** El valor de la acción cae un 4% relación a diciembre de 2015 y cae un 36% respecto a junio de 2015.

d) Índice de Actividad

Índices de Actividad		al 30 de junio de 2016	al 31 de diciembre de 2015	al 30 de junio de 2015	
Rotación de Inventario	=	$\frac{\text{Costo de Combustible}}{\text{Inventario Promedio}}$	8,936	8,260	8,061
Permanencia de Inventarios	=	$\frac{\text{Inventario Promedio} * 360}{\text{Costo de Combustible}}$	40,286	43,586	44,661

- **Rotación de Inventario:** Al 30 de junio de 2016 hay una baja del indicador respecto a diciembre 2015, debido a un menor costo de combustible y a un menor inventario promedio, tendencias que se han mantenido desde junio de 2015.
- **Permanencia de Inventario:** Al 30 de junio de 2016 hay una disminución del indicador respecto diciembre de 2015 y a igual periodo del año anterior.