

## ANÁLISIS RAZONADO

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

**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 .....	5
c) Resultado Operacional por Segmento.....	7
<b>2. Situación de Mercado .....</b>	<b>10</b>
a) Segmento Portacontenedores .....	10
b) Segmento Otros Servicios de Transporte.....	14
<b>3. Análisis del Flujo de Efectivo .....</b>	<b>16</b>
<b>4. Análisis de los Riesgos de Mercado .....</b>	<b>18</b>
<b>5. Índices Financieros .....</b>	<b>20</b>
a) Índice de Liquidez.....	20
b) Índice de Endeudamiento .....	20
c) Índice de Rentabilidad .....	21
d) Índice de Actividad .....	22

## 1. Análisis de la Situación Financiera

### a) Estado de Situación Financiera

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

Activos	al 30 de septiembre de 2016	al 31 de diciembre de 2015	Variación
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
Activos corrientes	102,0	80,2	21,8
Activos no corrientes	2.046,9	2.145,5	(98,7)
<b>Total activos</b>	<b>2.148,9</b>	<b>2.225,7</b>	<b>(76,9)</b>

Pasivos y Patrimonio	al 30 de septiembre de 2016	al 31 de diciembre de 2015	Variación
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
Pasivos corrientes totales	65,6	61,3	4,3
Pasivos no corrientes	104,5	113,5	(9,0)
Patrimonio controladora	1.969,3	2.042,4	(73,1)
Patrimonio no controladora	9,5	8,5	1,0
<b>Total pasivos y patrimonio</b>	<b>2.148,9</b>	<b>2.225,7</b>	<b>(76,9)</b>

Al 30 de septiembre de 2016, los activos totales disminuyeron en MMUS\$ 76,9 con respecto a los existentes al 31 de diciembre de 2015. Esta variación se explica por una disminución de MMUS\$ 98,7, en los activos no corrientes, compensado parcialmente por un aumento de MMUS\$ 21,8 en los activos corrientes.

En virtud de que al 30 de septiembre de 2016 la Compañía posee un plan de disposición de su unidad de negocios de graneles líquidos, se definió clasificar como mantenidos para la venta los activos y pasivos asociados a dicha unidad en los presentes Estados Financieros Intermedios Consolidados, de conformidad con lo descrito en la nota 2 sección b) y nota 35 de dicho informe.

La disminución de MMUS\$ 98,7 en los activos no corrientes se explica principalmente por la disminución de MMUS\$ 46,2 en inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación, por una disminución de MMUS\$ 32,5 en los activos por impuestos diferidos y por la reclasificación a corriente (activos clasificados para la venta) de las naves quimiqueras y otros activos no corrientes de la unidad de negocios de graneles líquidos por MMUS\$ 16,9.

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 entidad durante los primeros nueve meses de 2016, neto del efecto de amortización de PPA (*Purchase Price Allocation*), y también por su participación en los otros resultados integrales de HLAG que afectan su patrimonio. De esta forma, CSAV registró una disminución de la inversión de MMUS\$ 27,2 por su participación en los resultados del negocio conjunto HLAG, incluyendo los efectos de la amortización del PPA, y una menor inversión de MMUS\$ 18,9 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:

<b>Detalle de movimientos de la Inversión de CSAV en HLAG</b>	
	<b>MM US\$</b>
<b>Saldo al 31 de diciembre de 2015</b>	<b>1.792,4</b>
Participación en resultados de HLAG	(47,6)
Efecto de PPA en resultados	20,4
Total participación en resultados	(27,2)
Participación en otros resultados integrales	(18,6)
Otros cambios patrimoniales	(0,3)
<b>Saldo al 30 de septiembre de 2016</b>	<b>1.746,3</b>

La disminución en la cuenta Activos por impuestos diferidos de MMUS\$ 32,5 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 mantener la inversión en HLAG. Durante los primeros nueve meses de 2016, el efecto neto de la variación del tipo de cambio del Euro / USD sobre dicha estructura de financiamiento produjo una utilidad tributaria en CSAV en Chile, generando de esta forma un gasto por impuesto y un abono de la cuenta de activo por impuestos diferidos en el período.

Por su parte, el aumento de MMUS\$ 21,8 en los activos corrientes se explica principalmente por la reclasificación a activos mantenidos para la venta de MMUS\$ 16,9 correspondiente a los activos no corrientes de la unidad de negocios de transporte de graneles líquidos. Del mismo modo, esta reclasificación también afectó los saldos de algunas cuentas de activo circulante como efectivo y equivalentes al efectivo y deudores comerciales. Por otra parte, el aumento en la cuenta deudores comerciales en MMUS\$ 7,8 refleja por una parte las mayores ventas en el negocio de transporte de automóviles durante los últimos meses, así como un mayor volumen de cuentas por cobrar asociadas a arriendos de naves, combustible, slots y otros aspectos

relacionados con los cambios operativos implementados durante el año y con ciertos efectos estacionales.

Al 30 de septiembre de 2016, los pasivos disminuyeron en MMUS\$ 4,7 con respecto a los existentes al 31 de diciembre de 2015. Esta variación se explica por un aumento de MMUS\$ 4,3 en los pasivos corrientes, compensados por una disminución de MMUS\$ 9,0 en los pasivos no corrientes.

El aumento de MMUS\$ 4,3 en los pasivos corrientes se explica principalmente por la reclasificación desde pasivos no corrientes a la cuenta de pasivos mantenidos para la venta de MMUS\$ 4,9 asociados a la unidad de negocios de transporte de graneles líquidos. También existen variaciones de otras cuentas de pasivo circulante que se explican por dicha reclasificación, pero con efecto neutro en el total de activos corrientes. Otras provisiones corrientes aumentaron en MMUS\$ 5,7 como consecuencia del traspaso a corrientes de ciertas partidas registradas como no corrientes a diciembre de 2015 acorde con su vencimiento esperado actualizado, netas del reverso de una provisión por MMUS\$ 6,5 asociada a la favorable resolución del caso legal NYSA-ILA detallada en las notas 24 y 36 de los presentes estados financieros. Del mismo modo, las cuentas comerciales y otras cuentas por pagar disminuyeron 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\$ 9,0 en los pasivos no corrientes se explica principalmente por la ya mencionada reclasificación a corriente de los pasivos no corrientes asociados al negocio de transporte de graneles líquidos por MMUS\$ 4,9, por el reverso por MMUS\$ 6,0 de la porción no corriente de la provisión del caso NYSA-ILA, y por el efecto neto producido por el aumento de los pasivos financieros asociados a créditos girados, el pago del crédito con Quiñenco S.A. registrado en la cuenta por pagar a entidades relacionadas y por el traspaso a corrientes de ciertas provisiones no corrientes.

El aumento de MMUS\$ 46,7 en otros pasivos financieros no corrientes, corresponde a un nuevo financiamiento por MMUS\$ 50. 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 repagó totalmente el crédito que CSAV mantenía con su matriz Quiñenco S.A por MMUS\$ 30. El saldo de los fondos recaudados se ha destinado a cubrir otros requerimientos generales de la Compañía.

Al 30 de septiembre de 2016, el patrimonio disminuyó en MMUS\$ 72,1 con respecto al existente al 31 de diciembre de 2015. Esta variación se explica principalmente por la pérdida de MMUS\$ 55,8 por los nueve meses terminados al 30 de septiembre de 2016 y por un efecto negativo en

otras reservas de MMUS\$ 14,7, principalmente producto de la participación de CSAV en los otros resultados integrales de HLAG.

## b) Estado de Resultados

	al 30 de septiembre de 2016	al 30 de septiembre de 2015	Variación
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
Ingresos de actividades ordinarias	93,1	135,8	(42,6)
Costo de ventas	(90,4)	(129,9)	39,4
<b>Ganancia bruta</b>	<b>2,7</b>	<b>5,9</b>	<b>(3,2)</b>
Gasto de administración	(11,1)	(12,1)	1,0
Otros resultados operacionales	14,9	7,3	7,6
<b>Resultado Operacional</b>	<b>6,5</b>	<b>1,1</b>	<b>5,4</b>
<b>R.A.I.I.D.A.I.E. (EBITDA sin asociadas)</b>	<b>6,7</b>	<b>1,3</b>	<b>5,4</b>
Gastos financieros netos	(2,8)	(2,9)	0,1
Participación asociadas y negocios conjuntos	(27,2)	87,6	(114,9)
Diferencia de cambio y otros no operacionales	(0,3)	2,5	(2,8)
Impuestos	(33,0)	(0,5)	(32,5)
<b>Resultados después impuestos operaciones continuadas</b>	<b>(56,8)</b>	<b>87,8</b>	<b>(144,6)</b>
<b>Resultados después impuestos operaciones descontinuadas</b>	<b>2,0</b>	<b>(0,6)</b>	<b>2,6</b>
Participaciones no controladoras	(1,0)	0,3	(1,3)
<b>Resultado atribuible a la controladora</b>	<b>(55,8)</b>	<b>87,5</b>	<b>(143,3)</b>

El resultado atribuible a la controladora para el período de nueve meses terminados al 30 de septiembre de 2016 ascendió a una pérdida de MMUS\$ 55,8, lo que representa un menor resultado de MMUS\$ 143,3 respecto al mismo período del año anterior.

El resultado de actividades operacionales, ascendió a una utilidad de MMUS\$ 6,5 al 30 de septiembre de 2016, lo que representa un mayor resultado de MMUS\$ 5,4 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 y los mejores resultados observados en la operación del negocio de transporte de automóviles durante el tercer trimestre de 2016.

El estado de resultados de CSAV muestra que los ingresos de actividades ordinarias alcanzaron a MMUS\$ 93,1 al 30 de septiembre de 2016, lo que representa una caída de MMUS\$ 42,6 respecto a igual período 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, por las menores tarifas de flete en el negocio de transporte de automóviles, y en menor medida, por la

salida de CSAV del negocio de transporte de graneles sólidos ocurrida durante el tercer trimestre de 2015.

La menor demanda y actividad por transporte de vehículos en los mercados de la costa oeste de Sudamérica han afectado negativamente la evolución de las tarifas de flete en los últimos trimestres. 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\$ 90,4 al 30 de septiembre de 2016, lo que representa una disminución de MMUS\$ 39,4 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 2016, el que cayó cerca de 15% 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\$ 11,1 lo que representa una disminución de MMUS\$ 1,0 respecto a igual periodo del año anterior como resultado del proceso de búsqueda de eficiencias que ha estado implementando la Compañía.

Por otra parte, los otros resultados operacionales ascendieron a MMUS\$ 14,9 durante los primeros nueve meses 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 la participación de asociadas y negocios conjuntos, CSAV reconoció una pérdida de MMUS\$ 27,2, 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 septiembre de 2016 una pérdida atribuible a los propietarios de la controladora de MMUS\$ 151,9 sobre la que CSAV debió reconocer una utilidad de MMUS\$ 65,0 asociada a la amortización del PPA correspondiente a los primeros nueve meses de 2016. Respecto a dichos valores la Compañía aplicó su participación proporcional correspondiente al 31,35%. De esta forma, CSAV reconoció una pérdida de MMUS\$ 47,6 correspondiente a su participación directa en los resultados de HLAG y una utilidad de MMUS\$ 20,4 por su participación en la amortización del PPA, registrando una participación neta en los resultados de HLAG de MMUS\$ 27,2.

Durante el primer semestre del 2016 CSAV reconoció un gasto por impuesto a las ganancias de MMUS\$ 33,0, 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 mantener la inversión en HLAG, como también fue explicado en la sección a) anterior.

De esta forma, el resultado atribuible a los propietarios de la controladora registró una pérdida de MMUS\$ 55,8 a septiembre de 2016, lo que representa un menor resultado por MMUS\$ 143,3 respecto al mismo periodo del año anterior.

### c) Resultado Operacional por Segmento

Al 30 de septiembre 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 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 diferido, pasivos financieros para el financiamiento de la inversión y otros).
- Otros Servicios de Transporte: corresponde a los servicios de transporte operados directamente por CSAV y sus subsidiarias, tales como el transporte de automóviles (vehículos) y los servicios de operación logística. Los servicios de transporte de graneles líquidos forman parte de este segmento, pero se presentan bajo operaciones descontinuadas (ver nota 35 de los presentes Estados Financieros Intermedios Consolidados).



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

Segmento Portacontenedores	al 30 de	al 30 de	Variación
	septiembre de	septiembre de	
	2016	2015	
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
Ingresos ordinarios	-	-	-
Costo de ventas	-	-	-
<b>Margen bruto</b>	-	-	-
Gasto de administración	(2,7)	(1,5)	(1,1)
Otros resultados operacionales	12,5	5,6	6,9
<b>Resultado de actividades operacionales</b>	<b>9,8</b>	<b>4,1</b>	<b>5,7</b>
Gastos financieros netos	(3,0)	(3,1)	0,1
Participación en resultado de asociadas	(27,2)	87,6	(114,8)
Diferencia de cambio y otros	0,0	3,6	(3,6)
Impuestos	(32,9)	(5,3)	(27,6)
<b>Resultado procedente de operaciones continuadas</b>	<b>(53,3)</b>	<b>86,9</b>	<b>(140,2)</b>
<b>Resultado procedente de operaciones descontinuadas</b>	-	-	-
Participaciones no controladoras	-	-	-
<b>Resultado atribuible a los controladores</b>	<b>(53,3)</b>	<b>86,9</b>	<b>(140,2)</b>

El segmento portacontenedores presentó a septiembre de 2016 una pérdida de MMUS\$ 53,3 la que se explica principalmente por el resultado negativo en la inversión en HLAG y por los ya mencionados gastos en impuestos asociados al ajuste de la pérdida tributaria y los efectos en impuestos en Chile de la estructura de financiamiento de la inversión en HLAG, 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	al 30 de	Variación
	septiembre de	septiembre de	
	2016	2015	
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
Ingresos ordinarios	93,1	135,8	(42,7)
Costo de ventas	(90,4)	(129,9)	39,5
<b>Margen bruto</b>	<b>2,7</b>	<b>5,9</b>	<b>(3,2)</b>
Gasto de administración	(8,4)	(10,6)	2,2
Otros gastos operacionales	2,4	1,7	0,7
<b>Resultado de actividades operacionales</b>	<b>(3,3)</b>	<b>(3,0)</b>	<b>(0,3)</b>
Gastos financieros netos	0,1	0,2	(0,1)
Participación en resultado de asociadas	-	-	-
Diferencia de cambio y otros	(0,2)	(1,1)	0,9
Impuestos	(0,1)	4,8	(4,9)
<b>Resultado procedente de operaciones continuadas</b>	<b>(3,5)</b>	<b>0,9</b>	<b>(4,4)</b>
<b>Resultado procedente de operaciones descontinuadas</b>	<b>2,0</b>	<b>(0,6)</b>	<b>2,6</b>
Participaciones no controladoras	(1,0)	0,3	(1,3)
<b>Resultado atribuible a los controladores</b>	<b>(2,5)</b>	<b>0,6</b>	<b>(3,1)</b>

Los otros servicios de transporte presentan una pérdida de MMUS\$ 2,5 al 30 de septiembre 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 un menor margen bruto producto de menores tarifas de flete y desfavorables condiciones de mercado de transporte de vehículos en la costa oeste de Sudamérica, en comparación con aquellas observadas en el año anterior.

## 2. Situación de Mercado

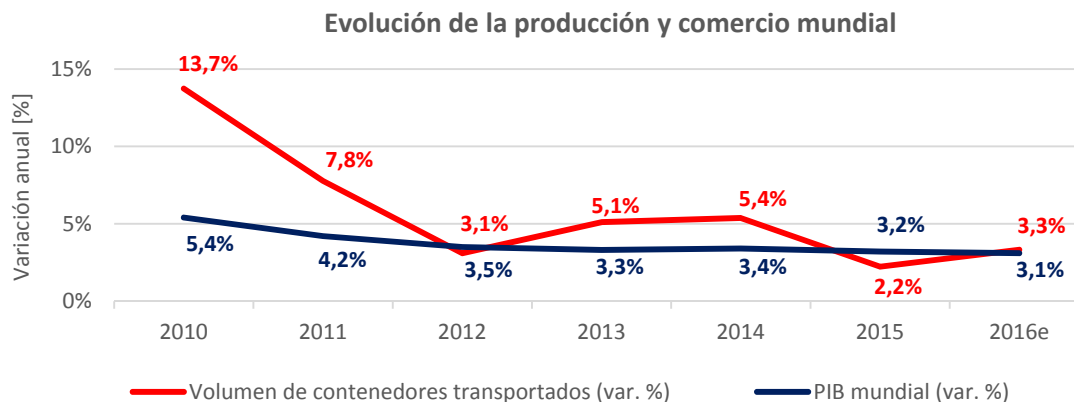
### a) Segmento Portacontenedores

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 PIB 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 3,3%.



Fuente: Fondo Monetario Internacional y Clarkson Research Services.

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 efectos del Brexit y por los efectos políticos y económicos de las recientes elecciones en Estados Unidos.

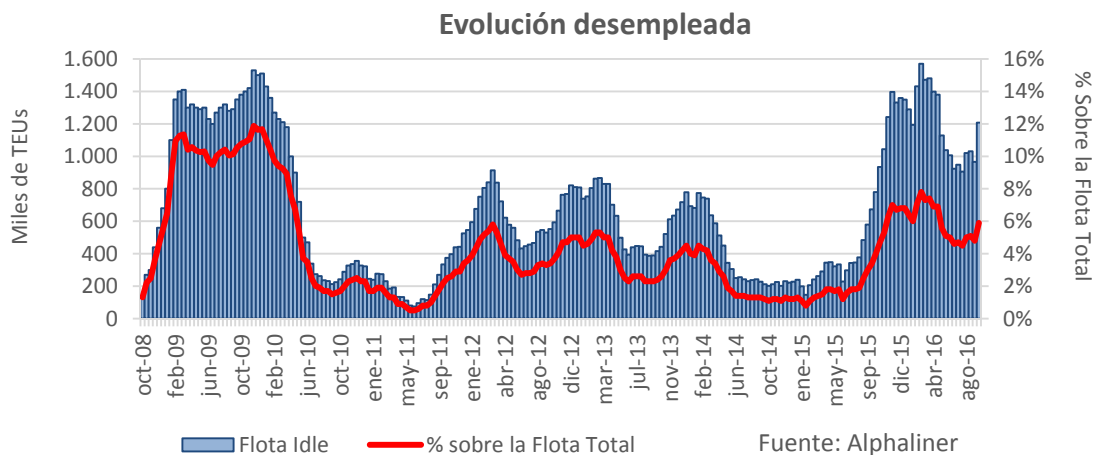
- **Sobreoferta de espacio.**

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 naves. Del mismo modo, y con creciente importancia, las compañías navieras han promovido acuerdos de operación conjunta, alianzas operacionales con otras navieras y mayor consolidación vía fusiones y adquisiciones.

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 16,9% de la flota mundial 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.

- **Baja rentabilidad y alta competencia en el mercado de transporte.**

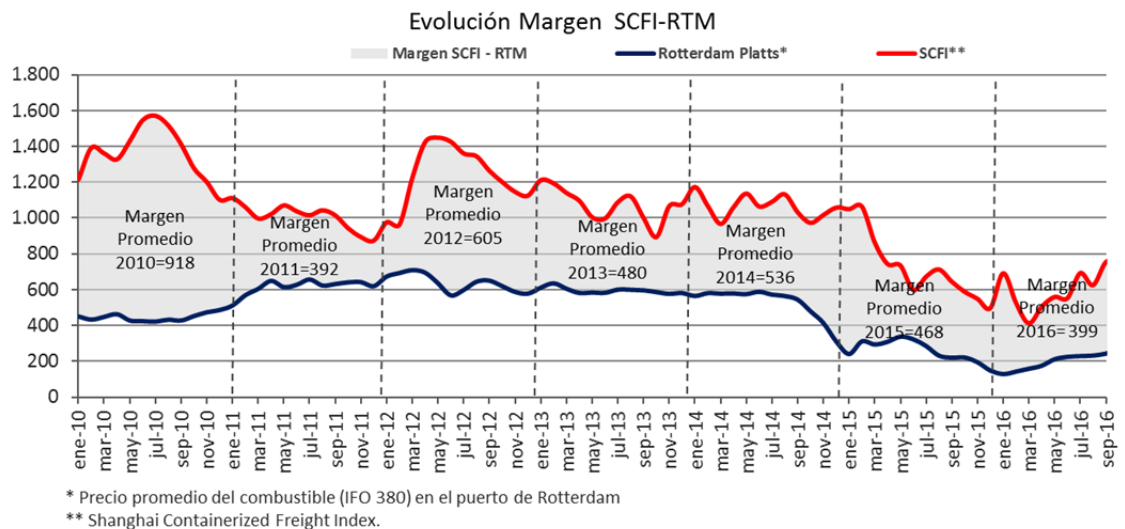
Las tarifas de flete, deducido el costo de combustible correspondiente (tarifas ex-bunker), para la mayoría de los tráficos continúan por debajo de los niveles históricos y muy por debajo del nivel que la industria podría considerar hoy como un equilibrio sostenible. Durante los primeros nueve meses de 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.

Lo anterior, sumado a las bajas utilidades de la capacidad instalada en la mayoría de los tráficos y bajos márgenes han afectado significativamente la rentabilidad de la industria. Hanjin Shipping no pudo resistir esta condición, viéndose obligada a declarar su quiebra durante el tercer trimestre de 2016. Esta quiebra generó una disrupción mayor en la cadena logística mundial dado el tamaño de Hanjin así como los efectos en la alianza en que esta compañía operaba.

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

El combustible 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 aunque 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, en aumentar la productividad y utilización de activos, como también en mejorar 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.



- **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 la adquisición de CCNI por Hamburg-Süd, la fusión de COSCO con China Shipping, la adquisición de APL por CMA CGM y recientemente el anuncio de la fusión de las tres principales compañías navieras japonesas: K-Line, NYK y MOL. Adicionalmente, a mediados de julio de 2016 HLAG comunicó al mercado la firma de un acuerdo de combinación de negocios (fusión) con la naviera United Arab Shipping Company (UASC), que la posicionará nuevamente como la cuarta naviera en tamaño de capacidad de arrastre a nivel mundial.

Por otra parte, durante el tercer trimestre del presente año, Hanjin Shipping – la séptima compañía de transporte de contenedores medida en capacidad de arrastre en TEUS – declaró su quiebra. Esta corresponde a la principal quiebra que ha enfrentado la industria portacontenedores en su historia.

Con la materialización de todas estas transacciones y la quiebra de Hanjin, los diez principales operadores del mundo concentrarían sobre el 72% de la capacidad instalada, mientras que los primeros cinco mantendrían sobre el 52%. Por otra parte, los mayores cinco operadores alcanzarán niveles de economías de escala y tamaño muy superiores a los de los siguientes operadores, con el consiguiente efecto en sus costos y en el alcance de su red de servicios.

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 el primer semestre de 2016 se ha anunciado una nueva estructura de alianzas navieras que implica la restructuración de varios participantes de la industria, todos los cual se haría efectivo a partir del primer semestre de 2017. Respecto a éstos, 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, además de la alianza 2M que mantendría su estructura actual. 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 las tarifas de flete durante 2016, así como la 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 y evolución hacia la consolidación.

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

Los distintos rubros de transporte naviero que operó CSAV de forma directa durante los primeros nueve meses 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 los primeros nueve meses 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. 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 en los últimos meses podría estar señalando al menos un cambio en la tendencia observada desde 2014 de bajos volúmenes.

El negocio de transporte de graneles líquidos 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 los primeros nueve meses de 2016 este negocio mostró una favorable evolución de ventas y resultados. Tal como mencionado precedentemente, la Compañía definió clasificar como mantenidos para la venta los activos y pasivos asociados a esta unidad de negocios, en virtud de que al 30 de septiembre de 2016 posee un plan en marcha para su disposición.

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

	al 30 de septiembre de 2016	al 30 de septiembre de 2015	Variación
	MM US\$	MM US\$	
<b>Flujo procedente de Actividades de Operación</b>	<b>(19,2)</b>	<b>(19,8)</b>	<b>0,6</b>
Flujos operacionales	(19,4)	(19,1)	(0,3)
Impuestos y otros	0,2	(0,7)	0,9
<b>Flujo procedente de Actividades de Inversión</b>	<b>2,5</b>	<b>(2,7)</b>	<b>5,2</b>
Compra y venta de propiedades, planta y equipo	(0,0)	(2,9)	2,9
Flujos de efectivo por de venta de part. no controladoras	2,3	0,0	2,3
Otros	0,2	0,2	(0,0)
<b>Flujo procedente de Actividades de Financiamiento</b>	<b>16,2</b>	<b>38,1</b>	<b>(21,8)</b>
Emisión de acciones	0,0	162,7	(162,7)
Obtención y pago de préstamos empresas relacionadas	(30,0)	0,0	(30,0)
Obtención y pago de préstamos	49,2	(120,7)	169,9
Pago de intereses	(2,8)	(3,2)	0,3
Dividendos pagados y otros	(0,1)	(0,7)	0,6
<b>Efecto variación tipo de cambio</b>	<b>(0,0)</b>	<b>(1,5)</b>	<b>1,5</b>
<b>Flujo de efectivo neto</b>	<b>(0,5)</b>	<b>14,0</b>	<b>(14,5)</b>

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

La variación neta de la cuenta Efectivo y equivalentes al efectivo, entre el 31 de diciembre de 2015 y el 30 de septiembre de 2016, fue levemente negativa en MMUS\$ 0,5, lo que representa una disminución de MMUS\$ 14,5 respecto al mismo período del año anterior.

El flujo procedente de actividades de operación fue negativo en MMUS\$ 19,2 durante los primeros nueve meses de 2016, lo que representa una leve mejora de MMUS\$ 0,6 respecto al mismo período del año anterior. El flujo acumulado a septiembre 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\$ 5,1 en los primeros nueve meses de 2016. 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\$ 2,5 al 30 de septiembre de 2016, lo que representa una mejora de MMUS\$ 5,2 respecto al mismo período del año anterior. El flujo acumulado a septiembre 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\$ 16,2 en el primer semestre de 2016, lo que representa una disminución de MMUS\$ 21,8 respecto al mismo período del año anterior. El flujo acumulado a septiembre de 2016 se explica principalmente por el hecho que el día 30 de septiembre 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 estos créditos se repagó totalmente el crédito que CSAV mantenía con su matriz Quiñenco S.A por MMUS\$ 30,0. El saldo de los fondos recaudados se ha destinado a cubrir otros requerimientos generales de la Compañía.

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

La inversión que la Compañía mantiene en HLAG es hoy su principal activo (81,3% del total de activos al 30 de septiembre 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 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 de 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.

Por otro lado, los principales riesgos que enfrenta la Compañía 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, 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 octubre de 2016 han mantenido las proyecciones para el crecimiento producto interno bruto mundial para el presente año, respecto a las publicadas en julio de 2016, proyectándose un crecimiento de un 3,1% para 2016, manteniéndose el crecimiento observado durante 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 2,3% versus un 2,6% en 2015, lo que parece confirmar un escenario de bajo crecimiento para este año.

Respecto a la oferta, existe el riesgo de que las nuevas construcciones de naves provoquen que la oferta de transporte marítimo sobrepase la demanda futura, aumentando el desbalance entre oferta y demanda y la presión sobre las tarifas de flete.

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 descritas con mayor detalle en la nota 5 de los presentes Estados Financieros Intermedios Consolidados.

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 septiembre 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 septiembre 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 septiembre de 2016 son los siguientes:

### a) Índice de Liquidez

Índices de Liquidez		al 30 de septiembre de 2016	al 31 de diciembre de 2015	al 30 de septiembre de 2015
Liquidez Corriente	= $\frac{\text{Activos Corrientes}}{\text{Pasivos Corrientes}}$	1,555	1,309	1,540
Razón Ácida	= $\frac{\text{Efectivo y equivalentes al Efectivo}}{\text{Pasivos Corrientes}}$	0,650	0,855	1,023

- **Liquidez Corriente:** Este índice aumenta respecto a diciembre de 2015, debido a un aumento de los activos corrientes (MMUS\$ 21,8), compensado parcialmente por un aumento de los pasivos corrientes (MMUS\$ 4,3). Respecto a septiembre de 2015, este índice es levemente mayor debido a un aumento en los activos corrientes (MMUS\$ 12,3) compensado parcialmente con un aumento en los pasivos corrientes (MMUS\$ 7,3)
- **Razón Ácida:** Este índice se reduce respecto a diciembre de 2015, debido a la disminución del efectivo (MMUS\$ 9,8) y a un aumento de los pasivos corrientes (MMUS\$ 4,3). Respecto a septiembre de 2015, este índice es menor debido a una disminución en el efectivo (MMUS\$ 17,0) y a la disminución de los pasivos corrientes (MMUS\$ 7,3).

### b) Índice de Endeudamiento

Índices de Endeudamiento		al 30 de septiembre de 2016	al 31 de diciembre de 2015	al 30 de septiembre de 2015
Endeudamiento	= $\frac{\text{Pasivos Totales}}{\text{Patrimonio}}$	0,086	0,085	0,067
Endeudamiento de Corto Plazo	= $\frac{\text{Pasivos Corrientes}}{\text{Pasivos Totales}}$	0,386	0,351	0,403
Endeudamiento de Largo Plazo	= $\frac{\text{Pasivos No Corrientes}}{\text{Pasivos Totales}}$	0,614	0,649	0,597
Cobertura Gastos Financieros	= $\frac{\text{Resultado antes de Impuestos e Intereses}}{\text{Costos Financieros}}$	6,958	4,474	-28,882

- **Endeudamiento:** Este índice aumenta levemente en relación a diciembre de 2015, debido a la disminución del patrimonio (MMUS\$ 72,1) compensado parcialmente una disminución de los pasivos totales (MMUS\$ 4,7). Respecto a septiembre de 2015, este índice presenta un alza debido al aumento de los pasivos totales (MMUS\$ 25,3) y a la disminución del patrimonio (MMUS\$ 169,2).
- **Endeudamiento de Corto Plazo:** Este índice aumenta respecto a diciembre de 2015, debido al aumento de los pasivos corrientes (MMUS\$ 4,3) y por la disminución de los pasivos totales (MMUS\$ 4,7). Respecto a septiembre de 2015, este índice se redujo debido al aumento de los pasivos totales (MMUS\$ 25,3) compensado parcialmente por el aumento de los pasivos corrientes (MMUS\$ 7,3).
- **Endeudamiento de Largo Plazo:** Este índice disminuye respecto a diciembre de 2015 y aumenta respecto a septiembre 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\$ 4,2) y menores costos financieros (MMUS\$ 0,7). Respecto a septiembre de 2015, este indicador aumenta debido a la disminución de los resultados antes de impuestos e intereses (MMUS\$ 112,3) y menores costos financieros (MMUS\$ 0,2).

### c) Índice de Rentabilidad

Índices de Rentabilidad		al 30 de septiembre de 2016	al 31 de diciembre de 2015	al 30 de septiembre de 2015
Rentabilidad del Patrimonio	= $\frac{\text{Resultado Controladora}}{\text{Patrimonio Promedio}}$	-0,028	-0,007	0,043
Rentabilidad del Activo	= $\frac{\text{Resultado Controladora}}{\text{Activos Promedio}}$	-0,025	-0,007	0,039
Rendimiento Activos Operacionales	= $\frac{\text{Resultado de Actividades Operacionales}}{\text{Activos Operacionales Promedio}^*}$	0,003	-0,007	0,001
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	= $\frac{\text{Resultado Controladora}}{\text{Número de Acciones}}$	-0,0018	-0,0005	0,0029
Valor Bursátil de la Acción (en pesos chilenos)		10,7	13,7	22,6

\* 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\$ 40,3), y un aumento en el patrimonio promedio (MMUS\$ 39,5). Respecto a septiembre de 2015, este índice disminuye debido a un menor resultado del ejercicio (MMUS\$ 143,3) y una disminución del patrimonio promedio (MMUS\$ 9,1).
- **Rentabilidad del Activo:** Este índice disminuye en relación diciembre de 2015, debido a un menor resultado del ejercicio (MMUS\$ 40,3) y un menor activo promedio (MMUS\$ 30,9). Respecto a septiembre de 2015, el indicador disminuye debido a un menor resultado del ejercicio (MMUS\$ 143,3) y un menor activo promedio (MMUS\$ 64,4).
- **Rendimiento Activos Operacionales:** El índice aumenta en relación a diciembre de 2015, debido a un mejor resultado operacional (MMUS\$ 19,4) y a menores activos operacionales promedio (MMUS\$ 15,6). En relación a septiembre de 2015, el indicador aumenta levemente debido a un mejor resultado operacional (MMUS\$ 5,4) y a menores activos operacionales promedio (MMUS\$ 50,4)
- **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\$ 40,3). Respecto a septiembre de 2015, el índice disminuye debido a un menor resultado (MMUS\$ 143,3) 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 22% relación a diciembre de 2015 y cae un 53% respecto a septiembre de 2015.

#### d) Índice de Actividad

Índices de Actividad		al 30 de septiembre de 2016	al 31 de diciembre de 2015	al 30 de septiembre de 2015
Rotación de Inventario	= $\frac{\text{Costo de Combustible}}{\text{Inventario Promedio}}$	8,926	8,260	6,830
Permanencia de Inventarios	= $\frac{\text{Inventario Promedio} * 360}{\text{Costo de Combustible}}$	40,333	43,586	52,709

- Rotación de Inventario: Al 30 de septiembre de 2016 hay una alza 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 septiembre de 2015.
- Permanencia de Inventario: Al 30 de septiembre de 2016 hay una disminución del indicador respecto diciembre de 2015 y a igual periodo del año anterior.