

## ANÁLISIS RAZONADO

En base a los Estados Financieros Consolidados Intermedios  
al 30 de junio 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.....	6
c) Resultado Operacional por Segmento.....	9
d) Análisis del Flujo de Efectivo.....	10
<b>2. Situación de Mercado.....</b>	<b>12</b>
a) Segmento Portacontenedores.....	12
b) Segmento Otros Servicios de Transporte.....	19
<b>3. Análisis de los Riesgos de Mercado.....</b>	<b>20</b>
<b>4. Índices Financieros.....</b>	<b>22</b>
a) Índice de Liquidez.....	22
b) Índice de Endeudamiento.....	22
c) Índice de Rentabilidad.....	23
d) Índice de Actividad.....	24

## 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 2019	al 31 de diciembre de 2018	Variación
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
Activos corrientes	83,7	49,2	34,5
Activos no corrientes	2.333,3	2.208,7	124,6
<b>Total activos</b>	<b>2.417,0</b>	<b>2.257,9</b>	<b>159,1</b>

PASIVOS	al 30 de junio de 2019	al 31 de diciembre de 2018	Variación
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
Total de pasivos corrientes	180,1	31,1	149,0
Total de pasivos no corrientes	91,5	96,6	(5,1)
Patrimonio controladora	2.145,4	2.130,2	15,2
<b>Total pasivos y patrimonio</b>	<b>2.417,0</b>	<b>2.257,9</b>	<b>159,1</b>

Para efectos de una mejor comprensión de las cifras contenidas en este Análisis Razonado es importante señalar que, según lo explicado en la Nota 2 b) y en la Nota 35 de los Estados Financieros Consolidados Intermedios, durante el año 2017 la Compañía decidió dejar de operar su negocio de transporte logístico y de *freight forwarder*, por lo que en los Estados Financieros al 30 de junio 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 30 de junio de 2019 asociados al negocio logístico y de *freight forwarder*, estos se presentan como operaciones descontinuadas, al igual que al 30 de junio de 2018, según a las disposiciones de la NIIF N°5.

Al 30 de junio de 2019, los activos totales aumentaron en MMUS\$ 159,1 con respecto a los existentes al 31 de diciembre de 2018. Esta variación se explica por un aumento de MMUS\$ 124,6 en los activos no corrientes y por un aumento de MMUS\$ 34,5 en los activos corrientes.

El aumento de MMUS\$ 124,6 en los activos no corrientes se explica por el aumento de MMUS\$ 106,1 en la cuenta de Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación y por el aumento de MMUS\$ 22,2 en la cuenta de Propiedades, planta y equipos, variaciones que analizaremos en detalle más adelante, compensadas parcialmente por una disminución de los Activos por impuestos diferidos MMUS\$ 2,4 y de Propiedades de inversión de MMUS\$ 1,3, este último asociado a la venta de oficinas no utilizadas actualmente en la operación realizada durante el segundo trimestre de 2019.

La variación observada durante el primer semestre de 2019 en la cuenta Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación está asociada a la inversión que CSAV mantiene en la naviera alemana Hapag-Lloyd AG (en adelante HLAG). Durante el primer semestre de 2019, CSAV incrementó su participación en HLAG en un 1,62%, desde el 25,86% mantenido al 31 de diciembre de 2018 a un 26,05% de participación al 31 de marzo de 2019, e incrementándose a un 27,48% al 30 de junio de 2019. Estas adquisiciones se realizaron a través de compras en las bolsas de comercio de Alemania, ascendiendo a MMUS\$ 91,0 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, que será refinanciado con una próxima colocación de bonos por igual monto con cargo a la línea de MMUS\$ 150 que se encuentra en proceso de inscripción ante la Comisión para el Mercado Financiero.

En el marco del proceso de adquisiciones adicionales en la participación de HLAG mantenido en 2019, CSAV ha registrado dichas inversiones en sus libros contables al costo de adquisición. De acuerdo a las disposiciones de la NIC N°28, adicionalmente, CSAV determinó un valor razonable transitorio de los activos netos adquiridos en base al informe preliminar de análisis de asignación del precio de compra (Purchase Price Allocation o PPA) sobre HLAG, registrando una utilidad de MMUS\$ 4,4 por menor valor pagado (o *badwill*) al adquirir dichas acciones a un precio promedio menor que el valor razonable de los activos, efecto que fue reconocido en resultados del período y que será ajustado una vez se tenga el informe de PPA definitivo sobre HLAG al cierre del ejercicio de 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\$ 47,2, el que a su vez se compone de una utilidad de MMUS\$ 41,3 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\$ 1,5 producto del efecto de amortización de los PPA sobre el resultado de HLAG, y por una utilidad de MMUS\$ 4,4 asociada al *badwill* registrado por la adquisición adicional en HLAG, explicada previamente; (ii) un incremento registrado bajo el concepto de movimiento de capital por MMUS\$ 91,0 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\$ 18,2 por la participación de CSAV en los otros resultados integrales de HLAG durante el periodo; y (v) una disminución de MMUS\$ 5,9 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>
Participación en resultados de HLAG	41,3
Efecto de PPA en resultados	1,5
Resultado por adquisición de participación	4,4
Total de registros en resultados	47,2
Movimiento de capital	91,0
Dividendos recibidos	(8,0)
Participación en otros resultados integrales	(18,2)
Otros cambios patrimoniales	(5,9)
Movimiento del periodo	106,1
<b>Saldo al 30 de junio de 2019</b>	<b>2.045,6</b>

Mayores detalles respecto al saldo contable de la inversión de CSAV en HLAG y al movimiento de ésta durante el periodo al 30 de junio de 2019 y 31 de diciembre de 2018, pueden encontrarse en la Nota 15 de los Estados Financieros Consolidados Intermedios.

Por su parte, el aumento de la cuenta Propiedades, planta y equipos por MMUS\$ 22,2 se explica 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 30 de junio se detallan a continuación:

Registro por rubro por aplicación de norma IFRS 16 al 30 de junio de 2019	
	MMUS\$
Disminución en Activos no Financieros corrientes por pagos anticipados	(1,5)
Aumento en Propiedad, planta y equipo por activos por derechos de uso	22,1
Aumento en Pasivos Financieros corrientes por obligaciones por arrendamientos	20,6

Respecto a la disminución de MMUS\$ 2,4 en la cuenta Activos por impuestos diferidos, esta variación se explica principalmente por la utilidad financiera neta registrada a nivel individual en Chile generada por concepto de intereses devengados y efecto de tipo de cambio, ambos asociados a la estructura de financiamiento en Euros existente dentro del Grupo CSAV para

establecer la inversión en HLAG. Durante el primer semestre de 2019, los ingresos por intereses devengados en Chile asociados a dicho financiamiento fueron compensados parcialmente por la pérdida generada por la variación del tipo de cambio Euro-Dólar, producto de la depreciación del Euro durante el periodo. De esta forma, se reconoció un cargo neto negativo en la cuenta de gasto por impuesto y una reducción en la cuenta de Activo por impuestos diferidos en el período.

Continuando con la descripción de las principales variaciones en los activos corrientes, el aumento de MMUS\$ 34,5 en los activos corrientes se explica principalmente por un incremento en la cuenta de Efectivo y equivalentes al efectivo de MMUS\$ 36,9, el que se profundiza 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 asociados al financiamiento puente de MMUS\$ 30,0 obtenido con la matriz Quiñenco durante el primer trimestre del 2019.

Estos efectos se compensan parcialmente por una disminución 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 durante el segundo trimestre del 2019 en comparación con la actividad registrada en el último trimestre de 2018. A lo anterior, se suma también una disminución en el Inventario, asociado a una menor cantidad de toneladas de combustible mantenidas por una menor cantidad de naves en operación, a pesar de registrarse un mayor precio promedio por tonelada, y además, por una disminución en Otros activos no financieros y en Activos por impuestos.

Al 30 de junio de 2019, los pasivos totales aumentaron en MMUS\$ 143,9 con respecto a los existentes al 31 de diciembre de 2018. Esta variación se explica por el aumento de MMUS\$ 149,0 en los Pasivos corrientes compensado parcialmente por una disminución de MMUS\$ 5,1 en los Pasivos no corrientes.

El aumento de MMUS\$ 149,0 en los pasivos corrientes se explica principalmente por el incremento de los Otros pasivos financieros corrientes por MMUS\$ 120,4, el que se explica a su vez por el financiamiento puente de MMUS\$ 100 obtenido durante el segundo trimestre de 2019, indicado anteriormente, y por el incremento de MMUS\$ 20,6 asociado a la aplicación de norma IFRS 16, también explicado en párrafos precedentes, ambos efectos compensados parcialmente por el pago de intereses devengados. A lo anterior, se suma el incremento en las Cuentas por pagar a entidades relacionadas por MMUS\$ 29,9, asociado principalmente al préstamo recibido por la matriz Quiñenco por MMUS\$ 30,0, mencionado anteriormente.

En la misma línea, también se incrementan los Acreedores comerciales y otras cuentas por pagar por MMUS\$ 1,1, asociado a la operación del negocio de transporte de vehículos, y las Otras provisiones por MMUS\$ 0,3, explicado por la utilización de provisiones asociadas a gastos operacionales y administrativos.

Los incrementos anteriores son compensados parcialmente por la disminución en Otros pasivos no financieros por MMUS\$ 2,0, asociado principalmente a los ingresos en curso, y por la disminución en Provisiones por beneficios a los empleados por MMUS\$ 0,7.

Por su parte, la disminución en los Pasivos no corrientes de MMUS\$ 5,1 se explica principalmente por la disminución de los Otros pasivos financieros no corrientes por MMUS\$ 4,9, asociado a la reclasificación por vencimiento de los compromisos de pago de capital vinculados al crédito bancario vigente con el Banco Itaú, y por una leve disminución de Otros pasivos no financieros corrientes.

Al 30 de junio de 2019, el patrimonio aumentó en MMUS\$ 15,2 con respecto al existente al 31 de diciembre de 2018. Esta variación se explica por la Ganancia del periodo registrada al 30 de junio de 2019 por MMUS\$ 38,7, lo que se ve compensado por una disminución en Otras reservas de MMUS\$ 23,5, el que a su vez se explica en su totalidad por la participación de CSAV en los Otros resultados integrales y Otras reservas patrimoniales de HLAG. Mayores detalles acerca de las variaciones patrimoniales se pueden encontrar en la nota 28 f) de los Estados Financieros Consolidados Intermedios.

## b) Estado de Resultados

	Al 30 de junio de 2019	Al 30 de junio de 2018	Variación
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
Ingresos de actividades ordinarias	46,2	44,6	1,6
Costo de ventas	(45,4)	(41,5)	(3,9)
<b>Ganancia bruta</b>	<b>0,8</b>	<b>3,1</b>	<b>(2,3)</b>
Gasto de administración	(4,8)	(4,9)	0,1
Otros gastos e ingresos operacionales	1,6	0,8	0,8
<b>Resultado de actividades operacionales</b>	<b>(2,4)</b>	<b>(1,0)</b>	<b>(1,4)</b>
<b>R.A.I.I.D.A.I.E. (EBITDA, sin participación en asociadas) *</b>	<b>10,7</b>	<b>(0,9)-</b>	<b>11,7-</b>
Gastos financieros netos	(3,8)	(2,4)	(1,4)
Participación en asociadas y negocios conjuntos	47,2	(31,9)	79,1
Diferencia de cambio y otros no operacionales	0,1	(0,7)	0,8
Gasto por impuesto a las ganancias	(2,3)	3,9	(6,2)
<b>Resultados después de impuestos operaciones continuadas</b>	<b>38,8</b>	<b>(32,1)</b>	<b>70,9</b>
<b>Resultados después de impuestos operaciones descontinuadas</b>	<b>(0,1)</b>	<b>-</b>	<b>(0,1)</b>
<b>Ganancia (pérdida) del periodo</b>	<b>38,7</b>	<b>(32,1)</b>	<b>70,8</b>

\*EBITDA corresponde a Resultado Operacional más depreciación y amortización. Para el periodo al 30 de junio de 2019 se incluye una depreciación por los activos por derecho de uso de MMUS\$ 13,1 asociado a la aplicación de la norma IFRS 16.

El Resultado atribuible a la controladora acumulado al 30 de junio de 2019 ascendió a una ganancia de MMUS\$ 38,7, lo que representa un mejor resultado de MMUS\$ 70,8 respecto al mismo período del año anterior.

**El Resultado de actividades operacionales**, ascendió a una pérdida de MMUS\$ 2,4 por el periodo terminado al 30 de junio de 2019, lo que representa un menor resultado de MMUS\$ 1,4 respecto al mismo periodo del año anterior. Esta disminución en el resultado se explica principalmente por una menor **Ganancia bruta** de MMUS\$ 2,3, asociado a un menor resultado de la operación directa de CSAV, el cual se vio afectado negativamente por los mayores costos de operación derivados del incremento en el precio de combustible y en las tarifas de arriendo de naves en el negocio de transporte de vehículos, respecto al mismo periodo del año anterior, compensado en parte por un mix de carga transportada de mayor contribución y por la propia indexación de las tarifas de transporte a la variación del precios del combustible.

El Estado de Resultados de CSAV muestra que los **Ingresos de actividades ordinarias** alcanzaron los MMUS\$ 46,2 por el periodo terminado al 30 de junio de 2019, lo que representa un aumento de MMUS\$ 1,6 respecto al mismo periodo de 2018, en parte explicado por la mejora en la tarifa promedio de flete por un mejor mix de carga transportada de mayor contribución y por el efecto de reajustabilidad de una parte de éstas a la variación del precio del combustible que, considerando el alza registrada en el precio promedio de dicho insumo durante el primer semestre de 2019, ayudó también a compensar en parte el incremento en los costos operacionales.

El **Costo de Ventas** alcanzó a MMUS\$ 45,4 acumulado para el periodo terminado al 30 de junio de 2019, lo que representa un aumento de MMUS\$ 3,9 respecto a igual periodo del año anterior, explicado por los incrementos del costo de la flota y de operación, asociados en mayor medida al arriendo de naves y al combustible utilizado, este último incrementándose un 8% respecto al mismo periodo del año anterior. Sin embargo, CSAV ha mantenido un foco en el aumento de la tasa de utilización de naves, lo que le ha permitido absorber una parte del incremento en los costos, a través de una mayor eficiencia operacional. Por otra parte, y como fue mencionado en el párrafo anterior, dado que una parte de las ventas tiene cláusulas de reajustabilidad por la variación del precio del combustible, una porción del efecto negativo en costos se vio parcialmente compensado con mayores ingresos.

Los **Gastos de Administración** ascendieron a MMUS\$ 4,8, representando una disminución de MMUS\$ 0,1 con relación al mismo periodo del año anterior, mientras los **Otros ingresos operacionales** alcanzaron a MMUS\$ 1,6 representando un aumento de MMUS\$ 0,8, este último asociado a la venta de oficinas no utilizadas en la operación, indicadas anteriormente.

Respecto al resultado en las **Participación de asociadas y negocios conjuntos**, CSAV reconoció durante el período terminado al 30 de junio de 2019 una utilidad de MMUS\$ 47,2 en el rubro, la que comparada con el mismo periodo de 2018 representa un mayor resultado por MMUS\$ 79,1. Esta mejora se explica principalmente por un mejor resultado de la participación directa de CSAV en HLAG de MMUS\$ 75,0 respecto al igual periodo de 2018, por un mayor registro de utilidad por menor valor pagado (o *badwill*) durante el primer semestre de 2019 respecto al igual periodo de 2018 de MMUS\$ 3,5, indicado en la sección anterior, y por una mayor amortización del PPA de la inversión en HLAG por MMUS\$ 0,6 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 PPAs sobre HLAG, determinados al cierre de la combinación de negocios entre CSAV y HLAG en diciembre de 2014, y por la adquisición incremental de acciones de HLAG luego del cierre de su combinación de negocios con UASC en 2017 (acorde con NIIF N° 3 y NIC N° 28).

Por el periodo terminado al 30 de junio de 2019, el rubro Participación de asociadas y negocios conjuntos se compone de la utilidad atribuible a los propietarios de la controladora que reportó HLAG de MMUS\$ 104,1 y MMUS\$ 51,6 al primer y segundo trimestre de 2019, respectivamente, sobre las cuales corresponde aplicar la participación proporcional al cierre de ambos periodos, las cuales ascienden a 26,05% y de 27,48%, respectivamente. Además, se debe considerar las amortizaciones trimestrales de PPAs correspondientes a la incorporación de CSAV en la propiedad de HLAG en 2014 y a las inversiones realizadas luego de la fusión de HLAG y UASC, las cuales ascienden a una utilidad de MMUS\$ 4,1 y a una pérdida de MMUS\$ 4,9, respectivamente, sobre las cuales corresponde aplicar la participación proporcional mantenida para ambos procesos al cierre de cada trimestre, correspondiendo estos valores a un 22,58 y 3,47% para primer trimestre de 2019 (totalizando el 26,05% mantenido al cierre de marzo) y de un 22,58 y 4,90% para el segundo trimestre (totalizando el 27,48% mantenido al cierre de junio). De esta forma, CSAV reconoció una utilidad de MMUS\$ 41,3, correspondiente a su participación directa en los resultados de HLAG y una utilidad de MMUS\$ 1,5 por su participación en la amortización de los PPAs, registrando una utilidad total por ambos conceptos de MMUS\$ 42,8. A lo anterior, debemos agregar la utilidad generada por el *badwill* registrado al 30 de junio de 2019 de MMUS\$ 4,4, mencionado anteriormente, obteniendo un resultado total de MMUS\$ 47,2.

Por el periodo terminado al 30 de junio 2019, CSAV reconoció un **Gasto por impuesto a las ganancias** de MMUS\$ 2,3 lo que representa un incremento en el gasto por MMUS\$ 6,2 respecto al mismo periodo de 2018. Esta variación se explica principalmente por el mayor gasto por impuestos diferidos al primer semestre de 2019 asociado a los intereses devengados y efecto de tipo r de cambio Euro-Dóla registrados por CSAV a nivel individual en Chile, 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 30 de junio de 2019 de MMUS\$ 38,7, lo que representa un mejor resultado por MMUS\$ 70,8 respecto al mismo periodo del año anterior.

### c) Resultado Operacional por Segmento

Al 30 de junio 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. 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 30 de junio 2019 (más detalles en la Nota 6 de los Estados Financieros Consolidados Intermedios):

Negocio Portacontenedores	Al 30 de junio de 2019	Al 30 de junio de 2018	Variación
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
Gasto de administración	(2,1)	(1,7)	(0,4)
<b>Resultado Operacional</b>	<b>(2,1)</b>	<b>(1,7)</b>	<b>(0,4)</b>
Gastos financieros netos	(3,7)	(2,7)	(1,0)
Participación en asociadas y negocios conjuntos	47,2	(31,9)	79,1
Diferencia de cambio y otros no operacionales	-	(0,5)	0,5
Gasto por impuesto a las ganancias	(2,4)	4,2	(6,6)
<b>Resultado atribuible a la controladora</b>	<b>39,0</b>	<b>(32,6)</b>	<b>71,6</b>

El segmento portacontenedores presentó al 30 de junio de 2019 una utilidad acumulada de MMUS\$ 39,0, lo que representa un mayor resultado de MMUS\$ 71,6 respecto al mismo periodo del año anterior, explicado principalmente por un mejor resultado proveniente de la participación en HLAG de MMUS\$ 79,1 explicado previamente, y por una reducción de la pérdida asociada a Diferencia de cambio. Lo anterior se encuentra parcialmente compensado por un mayor gasto en impuestos de MMUS\$ 6,6, 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\$ 1,0, asociados a los intereses de los financiamientos adicionales obtenidos en el semestre, y por un aumento en Gasto de administración de MMUS\$ 0,4.

Otros servicios de transporte	Al 30 de junio de 2019	Al 30 de junio de 2018	Variación
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
Ingresos de actividades ordinarias	46,2	44,6	1,6
Costo de ventas	(45,4)	(41,5)	(3,9)
<b>Ganancia bruta</b>	<b>0,8</b>	<b>3,1</b>	<b>(2,3)</b>
Gasto de administración	(2,7)	(3,2)	0,5
Otros ingresos operacionales	1,6	0,8	0,8
<b>Resultado Operacional</b>	<b>(0,3)</b>	<b>0,7</b>	<b>(1,0)</b>
Gastos financieros netos	(0,1)	0,3	(0,4)
Diferencia de cambio y otros no operacionales	0,1	(0,2)	0,3
Gasto por impuesto a las ganancias	0,1	(0,3)	0,4
<b>Resultados después de impuestos operaciones continuadas</b>	<b>(0,2)</b>	<b>0,5</b>	<b>(0,7)</b>
<b>Resultados después de impuestos operaciones descontinuadas</b>	<b>(0,1)</b>	<b>-</b>	<b>(0,1)</b>
<b>Resultado atribuible a la controladora</b>	<b>(0,3)</b>	<b>0,5</b>	<b>(0,8)</b>

El segmento Otros servicios de transporte presenta por el periodo terminado al 30 de junio de 2019 una pérdida de MMUS\$ 0,3, lo que representa un menor resultado de MMUS\$ 0,8 respecto del mismo periodo del año anterior, explicado principalmente por un menor margen bruto de MMUS\$ 2,3, el que, a su vez, se compone de un incremento en el Costo de ventas por MMUS\$ 3,9, el cual es compensado parcialmente con un aumento en los Ingresos de actividades ordinarias por MMUS\$ 1,6, 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 30 de junio de 2019	al 30 de junio de 2018	Variación
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
<b>Flujo procedente de Operaciones</b>	<b>11,7</b>	<b>(16,7)</b>	<b>28,4</b>
<b>Flujo procedente de Actividades de Inversión</b>	<b>(82,7)</b>	<b>(27,6)</b>	<b>(55,1)</b>
Otros pagos para adquirir participaciones en negocios conjuntos	(91,0)	(28,4)	(62,6)
Flujos de efectivo procedentes de la pérdida de control de subsidiarias	-	0,5	(0,5)
Dividendos recibidos	8,0	-	8,0
Intereses recibidos	0,3	0,3	-
<b>Flujo procedente de Actividades de Financiamiento</b>	<b>107,9</b>	<b>29,1</b>	<b>78,8</b>
Importes procedentes de préstamos de corto plazo	99,8	31,3	68,5
Importes procedentes de préstamos de entidades relacionadas	30,0	-	30,0
Obtención y pago de préstamos	(5,0)	-	(5,0)
Pago de intereses	(3,2)	(2,2)	(1,0)
Pagos de pasivos por arrendamiento financiero	(13,7)	-	(13,7)
<b>Efecto de variación por tipo de cambio</b>	<b>-</b>	<b>(0,5)</b>	<b>0,5</b>
<b>Flujo de efectivo y equivalentes al efectivo</b>	<b>36,9</b>	<b>(15,7)</b>	<b>52,6</b>

La variación neta de la cuenta **Efectivo y equivalentes al efectivo**, entre el 31 de diciembre de 2018 y el 30 de junio de 2019, fue positiva en MMUS\$ 36,9, lo que representa un mejor flujo neto de MMUS\$ 52,6 respecto al mismo período del año anterior.

El **Flujo procedente de actividades de operación** fue positivo en MMUS\$ 11,7 para el periodo terminado al 30 de junio de 2019, la cual incluye la reclasificación de MMUS\$ 13,7 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”. Excluyendo dicho efecto, el flujo operacional para este periodo sería de un flujo negativo de MMUS\$ 2,0, lo que comparado con el flujo negativo de MMUS\$ 16,7 registrado durante el mismo periodo del año anterior, representa una variación positiva de MMUS\$ 14,7, el que se explica principalmente por el pago de obligaciones provisionadas no recurrentes realizadas en 2018 asociadas al término de procesos sancionatorios de las autoridades de libre competencia en el negocio de transporte de vehículos, los que implicaron un flujo total no recurrente de MMUS\$ 11,6, y además por menores gastos asociados a una menor escala operacional en 2019 respecto al periodo anterior.

El **Flujo procedente de actividades de inversión** fue negativo en MMUS\$ 82,7 al 30 de junio de 2019, presentando un mayor requerimiento de flujo por MMUS\$ 55,1 respecto al mismo período anterior, el que se explica principalmente por la adquisición de un 1,62% adicional en HLAG por MMUS\$ 91,0, según lo indicado en secciones anteriores, y por una disminución de MMUS\$ 0,5 asociado a un saldo de precio por la venta de la filial Norgistics Chile S.A recibido durante el primer trimestre de 2018, compensados parcialmente por el dividendo distribuido por HLAG durante el segundo semestre de 2019 con cargo a los resultados obtenidos en 2018.

El **Flujo procedente de actividades de financiamiento** fue positivo por MMUS\$ 107,9 al 30 de junio de 2019, la cual incluye la reclasificación previamente explicada en el flujo operativo por MMUS\$ 13,7. Excluyendo dicho efecto, el flujo de financiamiento para este periodo sería de un flujo positivo de MMUS\$ 121,6, lo que comparado con el flujo positivo de MMUS\$ 29,1 registrado durante el mismo periodo del año anterior, representa una variación positiva de MMUS\$ 92,5, la cual se explica principalmente por los fondos asociados al financiamiento puente por MMUS\$ 100,0 obtenido para el incremento en participación en HLAG, indicado anteriormente, compensado parcialmente por la amortización de capital adeudado asociado al préstamo vigente con el banco Itaú por MMUS\$ 5,0.

## 2. Situación de Mercado

### a) Segmento Portacontenedores

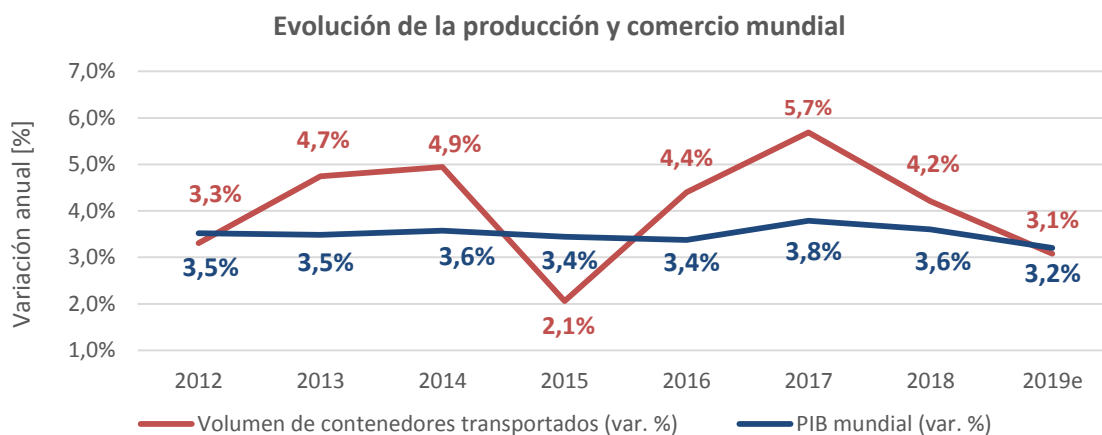
La Compañía participa en el negocio portacontenedores a través de su inversión de un 27,48% en HLAG (contabilizado como negocio conjunto bajo el método de la participación). Si bien CSAV controla conjuntamente a HLAG con otros dos accionistas, dicho negocio conjunto posee una administración independiente que gestiona y controla sus riesgos en forma autónoma y de acuerdo con los estándares de una sociedad abierta y regulada en Alemania.

Dicho lo anterior, cabe señalar que la industria naviera portacontenedores a pesar de dar señales de una evolución favorable en cuanto a sus principales indicadores en los últimos trimestres, sigue enfrentada a una situación de mercado volátil y altamente competitiva, la cual se caracteriza por:

- **Débil expansión de la economía global**

Existe una relación directa entre el Producto Interno Bruto (PIB) mundial y el comercio internacional de bienes, el cual se realiza principalmente por medio del transporte marítimo en contenedores.

Si bien, durante los últimos siete años la evolución de crecimiento del PIB mundial se ha mantenido estable y en torno al 3,5%, destacan los años 2017 y 2018, periodo en que se mantuvo un nivel de crecimiento superior al promedio y, además, se registró su nivel de crecimiento anual más alto desde 2012. También durante, se observó el crecimiento anual más alto de volúmenes de contenedores transportados. Sin embargo, en 2018 se observó una tendencia de reducción del crecimiento de los volúmenes transportados, afectado principalmente por el escenario económico mundial, el cual según las proyecciones actuales podría continuar e intensificarse durante el 2019, tal como se muestra en el siguiente gráfico. Por lo anterior, se puede observar un débil y aun volátil crecimiento mundial.



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

En su reporte de julio de 2019, el Fondo Monetario Internacional (FMI) proyecta un crecimiento del PIB mundial de 3,2%, disminuido respecto al 3,3% proyectada en su estimación anterior realizada en abril, debido a las posibles implicancias negativas en el crecimiento derivadas del conflicto comercial entre Estados Unidos y China. Considerando el bajo nivel para las proyecciones de crecimiento y su reciente reducción, se evidencia todavía crecimientos moderados en estos indicadores y en sus proyecciones.

De manera consistente con lo anterior, en 2018 el crecimiento de la demanda de transporte en contenedores fue un 4,2%, reduciéndose respecto a 2017 y se estima que esta tendencia se mantenga en 2019, debido que su comportamiento está altamente vinculado y consistente con la evolución de las perspectivas del crecimiento económico mundial. Actualmente, se proyecta para 2019 un crecimiento de 3,1% en la demanda de transporte en contenedores, uno de los menores registros de los últimos siete años. Cabe señalar, que la menor proyección de crecimiento en los volúmenes transportados para el 2019 respecto al 2018 se explica principalmente por el posible impacto estimado en los tráficos desde Asia (Transpacífico y Lejano Oriente) de las medidas arancelarias implementadas por China y Estados Unidos a sus importaciones, las cuales están siendo consideradas por los analistas en sus proyecciones. A pesar de lo anterior, se estima que estos crecimientos en la demanda aun serían suficientes para mantener el equilibrio entre el crecimiento de la demanda con el crecimiento de la oferta en esta industria.

- **Permanencia de la sobreoferta de capacidad**

La desaceleración económica mundial posterior a la crisis de 2008-2009 y el alto ritmo de crecimiento y de compromisos de construcción de portacontenedores generó un exceso de capacidad instalada que sigue teniendo impactos significativos en los mercados y en la industria. Desde entonces, la mayoría de las principales compañías navieras del mundo han tomado medidas para volver a la condición de equilibrio entre oferta y demanda.

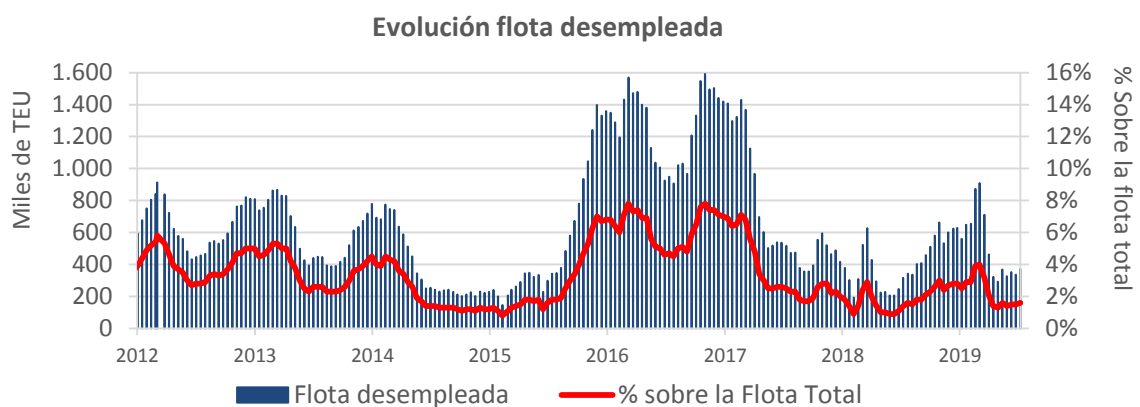
Entre las acciones realizadas por las compañías navieras de forma individual, pero ampliamente aplicadas dentro de la industria, destacan: el cierre y reestructuración de servicios de transporte, la suspensión de viajes, la detención de parte de su flota, la reducción en la velocidad de navegación y el desguace de naves en desuso.

Del mismo modo, y con creciente importancia, las compañías navieras han promovido acuerdos de operación conjunta, alianzas operacionales en los tráficos principales y mayor consolidación vía fusiones y adquisiciones. De esta forma, han logrado una mayor eficiencia en la utilización de los recursos y un plan de crecimiento más ordenado y coherente con las necesidades conjuntas de las alianzas globales, lo cual ha propiciado una mayor racionalidad en la construcción de naves y en su posterior posicionamiento.

Al 30 de junio de 2019, las naves en construcción representan el 10,8% de la flota mundial en operación, según datos de Alphaliner, cifra que se encuentra dentro de los niveles mínimos históricos registrados. De igual forma, el foco de la industria en una mayor eficiencia y en una

mayor coordinación en las inversiones a través de las alianzas globales, se ve reflejado en la mayor proporción de naves de mayor tamaño en las futuras entregas de flota: el 33% de las naves en construcción tiene una capacidad superior a los 18.000 TEU, lo cual implica un aumento de 40,7% de la capacidad existente en dicho segmento.

A pesar de estos esfuerzos, el menor dinamismo de la demanda por transporte ha seguido provocando una sobreoferta de capacidad. Un indicador de este fenómeno, además de las bajas tarifas de flete y volatilidad en éstas, es la flota detenida, indicador que desde mediados de 2018 observó una tendencia al alza, la que se asocia al efecto de la disminución de las tarifas de arriendo frente a las menores perspectivas de actividad, y la aplicación a nivel global de la nueva regulación IMO 2020, a partir de enero de 2020, que reducirá la presencia de azufre en los combustibles de las naves, lo que aceleraría el proceso de reciclado de las naves para reinversiones por el incremento en el costo operacional de dichas naves.



*Fuente: Alphaliner- Reporte Mensual julio-19*

Sin embargo, durante los meses de marzo y abril se ha observado una reducción de este indicador debido a que parte de la flota desempleada se estaría reintegrando a la flota activa para cubrir posiciones de naves a las que se les están instalando los sistemas de filtros de aire, como opción para el cumplimiento de las nuevas normativas de emisión de sulfuros al aire. En la actualidad, la flota detenida corresponde principalmente a naves de tamaño entre 1.000 y 5.000 TEU.

Los actuales niveles de flota desempleada son bajos en comparación a los observados durante 2016 e inicios de 2017, los que se explican por la apertura de la ampliación del canal de Panamá, en julio de 2016, lo que provocó el reemplazo 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, especialmente en este último.

Producto de la rápida asimilación de este nuevo escenario por parte de la industria en dicho periodo, se generó un alto nivel de desguace de naves, siendo 2016 y 2017 el primer y tercer registro histórico más alto de este indicador, respectivamente. Sin embargo, en 2018 el desguace

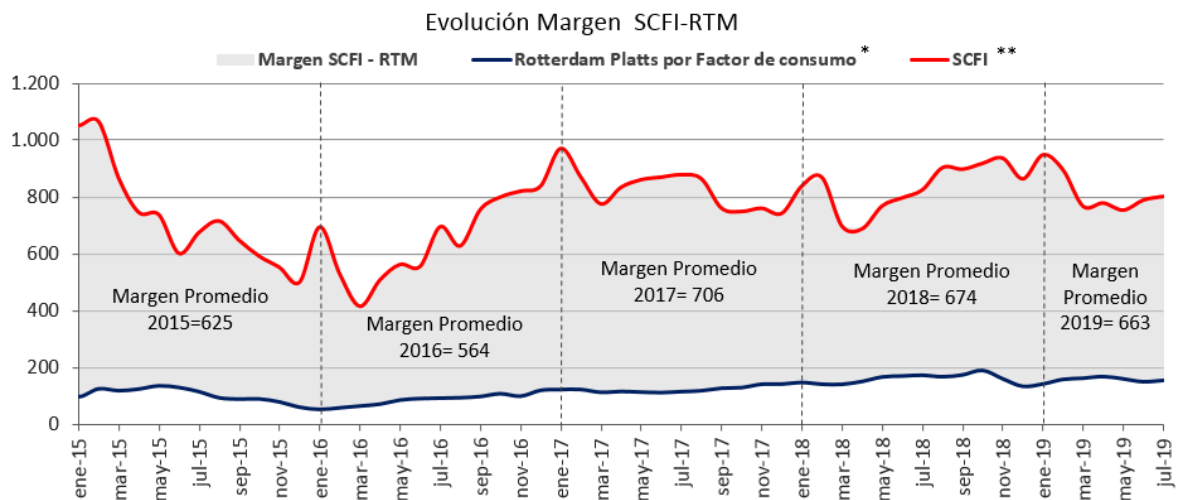
de naves alcanzó el 0,5% de la flota mundial existente a principios del año, siendo el menor registro de los últimos siete años, lo cual se explica por el alto esfuerzo en desguace realizado por la industria durante los años anteriores, y por la incorporación de una parte de la flota detenida a la nueva configuración de servicios de la industria cuando, en abril de 2017, se inició la operación de las nuevas alianzas globales.

Sin embargo, y tal como se indicó previamente, se estima que la puesta en marcha de la nueva regulación sobre los combustibles en 2020 acelere en 2019 y 2020 el proceso de reciclado de las naves para reinversiones, especialmente las de menor eficiencia de consumo de combustible debido al incremento en costo operacional por el mayor precio del nuevo combustible proyectado, estimándose que desguace de naves alcance un 1,3% respecto a la flota total mundial en 2019.

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

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

El área en gris presentada en gráfico a continuación representa una aproximación al margen ex-bunker con el cual las compañías deben costear la totalidad de sus otros costos de operación y financieros, entendiéndose que un incremento del margen podría permitirles obtener una mejor posición para costear la totalidad de sus gastos y alcanzar utilidades.



\* Precio promedio del combustible (IFO 380) en el puerto de Rotterdam, aplicado un factor de consumo por TEU de 0,4 Ton/TEU

\*\* Shanghai Containerized Freight Index.

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

En los últimos años se ha observado una gran variabilidad del índice Shanghai Containerized Freight Index (SCFI), que a comienzos del 2016 registró su nivel histórico más bajo. Durante los



siguientes dos años, el índice presentó un precio promedio anual cada vez más alto y una relevante mayor estabilidad respecto de lo observado durante 2015 y 2016. El comportamiento estacional del índice se pudo evidenciar más claramente durante 2018, con una disminución en el período de menores volúmenes (*slack season*) y un aumento hacia a la temporada *peak* (junio a septiembre). Este efecto de baja inicial y posterior alza en las tarifas se ve incrementado regularmente por la alta concentración de naves entregadas durante la primera mitad del año, lo que afecta también las tarifas en dicho periodo.

Sin embargo, al considerar el efecto del precio del combustible, cuya tendencia al alza ha sido moderada, pero continua desde 2016, observándose un precio promedio mayor cada año, el nivel de tarifas ex-bunker aún se mantiene por debajo de lo esperado para una adecuada rentabilidad.

Respecto a la reciente evolución de estos indicadores durante el 2019, se puede observar en el gráfico que los márgenes promedios observados desde fines de 2018 se han incrementado en relación al mismo periodo del año anterior, mejorando en parte el escenario operacional de la industria respecto al año anterior. Este escenario se logró gracias a la extensión del nivel de tarifas observadas en la temporada de 2018 alta hasta el cierre del año, ayudado además por la caída del precio de combustible durante el último trimestre de 2018. Sin embargo, aun no se dan claras señales del inicio de la temporada alta durante el 2019, reflejadas en mayores tarifas por el incremento en demanda, pero manteniéndose las tarifas a niveles similares respecto al 2018.

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

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

El precio del combustible se mantuvo en niveles muy altos hasta mediados de 2014; luego mostró una caída significativa hasta finales de 2015, seguida de un repunte moderado durante 2016, tendencia que se mantuvo durante los siguientes años hasta fines de 2018, donde tras recuperarse de una importante caída en el precio, se ha mantenido relativamente estable en su precio durante 2019 en comparación con periodos anteriores.

Mayores cambios se esperan para la ya inminente aplicación de la nueva normativa sobre emisiones de sulfuro al aire en la industria naviera, que obligará 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. Esto reducirá la demanda mundial por este último combustible de forma importante en el corto plazo e incrementará el costo operacional de la industria naviera, debido al mayor precio que tendría el nuevo producto bajo en azufre. Aun cuando la industria del petróleo ha anunciado que lo producirá y distribuirá, todavía no está disponible ni se conoce su precio exacto.

La industria naviera ha logrado avances importantes en la racionalización del uso de sus recursos y en la optimización de sus operaciones, manteniendo el foco en la reducción de los costos operacionales, el aumento de la productividad y una mayor utilización de activos y eficiencia en el consumo del combustible. Actualmente, el proceso de cambio tecnológico está prácticamente concluido. Todos los grandes operadores y alianzas globales operan una porción significativa de sus volúmenes en naves eficientes y de gran tamaño. Esto explica, en gran medida, la disminución de las nuevas órdenes de naves y la reducción constante en el inventario de naves en construcción.

Las nuevas medidas medioambientales que comenzarán a aplicarse desde 2020 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, la séptima compañía de transporte de contenedores, medida en capacidad de arrastre, a esa fecha y la mayor naviera coreana. Esta quiebra, ocurrida en 2016, es la más grande que ha enfrentado la industria portacontenedores.

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

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

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

La actual estructura de alianzas anunciada durante el 2016 y que comenzó a operar de forma global en los distintos tráficos durante el segundo trimestre de 2017, concentra cerca del 90% de la capacidad total de transporte en los principales tráficos de largo alcance este-oeste de la industria. Los principales cambios en este reordenamiento fueron la disolución de las alianzas Ocean Three, G6 y CKYHE, para dar origen a dos nuevas alianzas: Ocean Alliance, lideradas por CMA CGM y COSCO, y THE Alliance –esta última, integrada por HLAG–, además de la alianza 2M entre Maersk y MSC. 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 y hasta el 2030.

En resumen, La industria portacontenedores continúa operando en un desafiante escenario para todos sus participantes, aun cuando muestra mejoras significativas en algunos indicadores clave, que justifican mejores perspectivas. Si bien todavía no se observa una recuperación consistente en los múltiples tráficos, durante el primer semestre de 2019 se ha mantenido la evolución positiva de 2018; principalmente, en las rutas desde el Lejano Oriente, pero bajo los niveles de tarifas más altas observadas en 2013 y 2014. Por otra parte, la mejora de los indicadores de flota en los últimos trimestres permite mantener las proyecciones de estabilidad futura para el balance oferta-demanda, a pesar de la revisión a la baja de las estimaciones de crecimiento económico y

la consecuente menor actividad esperada para la industria de transporte marítimo. Los avances se han visto en parte reflejados en el incremento de los resultados operacionales de muchos de los actores de la industria en 2017 y 2018. Sin embargo, la implementación de la nueva norma medioambiental IMO 2020, que entrará en vigencia desde enero de 2020 y que reduce la presencia de azufre en los combustibles utilizados por las naves como medida de control de las emisiones de sulfuros al aire, mantiene un escenario de incertidumbre frente al grado de impacto que generarán los cambios; especialmente, el inminente incremento en el precio del insumo, por el que deberá optar más del 90% de la flota actual en 2020. La industria, en tanto, continúa adecuadamente enfocada en el nuevo paradigma asociado a la optimización de los costos operacionales, derivados del intensivo proceso de consolidación de los últimos años y a una operación colaborativa, a través de las alianzas y acuerdos de operación conjunta. Lo anterior es especialmente importante para hacer frente a las presiones sobre los costos que la recuperación del mercado puede significar, tanto en el mercado de arriendo de naves como en los servicios marítimos y portuarios.

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

Las distintas actividades de transporte marítimo de vehículos que opera CSAV de forma directa también se han visto afectadas por el menor crecimiento demanda mundial por transporte desde 2009 y por el exceso de oferta generado. El negocio de transporte de vehículos a nivel global ha enfrentado volatilidad en la demanda por transporte a partir de la crisis financiera de 2008, la cual está estrechamente vinculada a la situación económica de los mercados de importación y a los cambios en los países productores.

CSAV transporta vehículos principalmente desde Asia, Europa, Estados Unidos y la costa este de Sudamérica hacia los mercados de la costa oeste de Sudamérica, siendo Chile y Perú los de mayor volumen. Estos últimos mercados han evolucionado positivamente desde 2016 por un mayor dinamismo económico y por las mejores expectativas de los consumidores respecto a las condiciones económicas imperantes, con un efecto muy significativo en la importación y venta de vehículos.

En Chile, principal mercado de CSAV, se ha observado una disminución de un 7,1% en las ventas de vehículos nuevos durante el primer semestre 2019 respecto al 2018, aunque aún se mantiene por sobre los niveles alcanzado en 2017. Durante el primer semestre de 2019, se comercializó la cantidad de 187.572 unidades de vehículos livianos, lo que equivale a una caída de un 7,4% respecto al mismo periodo del año anterior. En el segmento de camiones se comercializaron 6.673 unidades, las cuales representan una disminución de un 6,2% en relación con el mismo periodo del año anterior. Para el segmento de buses, se comercializaron 1.891 unidades, las cuales representan un incremento de 32,6% en relación con el año anterior, producto del proceso de renovación de la flota de Transantiago realizado fuertemente durante enero y febrero, 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 primer semestre de 2019, la venta de vehículos livianos aumentó un 7,1%, al totalizar 74.975 unidades. Por su parte, la venta de camiones disminuyó en un 7,6% respecto al año anterior, con 8.638 unidades acumuladas vendidas (fuente: SUNARP-AAP). Por lo tanto, al evaluar de forma conjunta la evolución de los mercados de CSAV, se puede concluir que durante el primer semestre de 2019 han disminuido de forma importante y extensiva en todos los mercados las ventas de vehículos durante el 2019.

Por otra parte, debido a la poca inversión en naves dentro de la industria de transporte de vehículos a nivel global, se ha observado un aumento en los costos de arriendo de naves durante los últimos trimestres, a lo que debemos sumar el alto precio al que se ha mantenido el combustible durante el año, lo que generó mayores presiones para el negocio.

### 3. Análisis de los Riesgos de Mercado

Como se describe en la Nota 5 de los Estados Financieros Consolidados, la inversión que CSAV mantiene en HLAG es hoy su principal activo (85% del total de activos al 30 de junio 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 para el presente año, 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, y para aquellas ventas a precio fijo o porciones no cubiertas por dicho ajuste, se contratan coberturas de precio de combustible descritas con mayor detalle en la Nota 5 de los Estados Financieros Consolidados.

Respecto al riesgo de variabilidad de la tasa de interés, al 30 de junio 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 30 de junio 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 30 de junio de 2019 y al 31 de diciembre de 2018 son los siguientes:

##### a) Índice de Liquidez

Índices de Liquidez		al 30 de junio de 2019	al 31 de diciembre de 2018
Liquidez Corriente	= $\frac{\text{Activos Corrientes}}{\text{Pasivos Corrientes}}$	0,465	1,579
Razón Ácida	= $\frac{\text{Activo Corriente - Inventario}}{\text{Pasivos Corrientes}}$	0,443	1,424

- Liquidez Corriente:** Este índice disminuyó respecto a diciembre de 2018 debido a un aumento en los pasivos corrientes (478% / MMUS\$ 149,0) compensado en parte por un aumento de los activos corrientes (70% / MMUS\$ 34,6). El aumento en los pasivos corrientes al 30 de junio de 2019 se explica principalmente por el financiamiento puente de MMUS\$ 100 obtenido durante el segundo trimestre de 2019, por el incremento de MMUS\$ 20,6 asociado a la aplicación de norma IFRS 16, también explicado en párrafos precedentes, la aplicación de la norma IFRS 16 “Arrendamientos”, el cual generó un registro de un pasivo por arrendamiento clasificado como Pasivo financiero corriente, y por la obtención del préstamo otorgado por la matriz Quiñenco. Por su parte, el aumento de los activos corrientes se explica principalmente por el incremento en la cuenta Efectivo y equivalente del efectivo generado por la obtención del préstamo indicado anteriormente. Todos estos incrementos están explicados en el punto 1 letra a) del presente informe.
- Razón Ácida:** Este índice disminuyó respecto a diciembre de 2018, debido al aumento en los pasivos corrientes (478% / MMUS\$ 149,0), la cual fue parcialmente compensada por el incremento de los Activos corrientes descontados sus inventarios (80% / MMUS\$ 35,5). 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, compensando levemente la disminución del indicador.

##### b) Índice de Endeudamiento

Índices de Endeudamiento		al 30 de junio de 2019	al 31 de diciembre de 2018
Endeudamiento	= $\frac{\text{Pasivos Totales}}{\text{Patrimonio}}$	0,127	0,060
Endeudamiento de Corto Plazo	= $\frac{\text{Pasivos Corrientes}}{\text{Pasivos Totales}}$	0,663	0,244
Endeudamiento de Largo Plazo	= $\frac{\text{Pasivos No Corrientes}}{\text{Pasivos Totales}}$	0,337	0,756
Cobertura Gastos Financieros	= $\frac{\text{Resultado antes de Impuestos e Intereses}}{\text{Costos Financieros}}$	-0,579	0,668

- **Endeudamiento:** Este índice empeoró en relación a diciembre de 2018 por un aumento de los Pasivos Totales (MMUS\$ 144,0 / 113% var.), acorde a lo explicado en la sección 1 a) del presente informe, compensado parcialmente por un aumento del patrimonio (MMUS\$ 15,2/ 1% var.), generado principalmente por la variación en la inversión de HLAG, explicada previamente.
- **Endeudamiento de Corto Plazo:** Este índice aumentó respecto a diciembre de 2018, debido a un incremento en los pasivos corrientes (MMUS\$ 149,0 / 478% var.), compensado parcialmente por el aumento de los pasivos totales (MMUS\$ 144,0 / 113% var.), explicada en la sección 1 a) del presente informe.
- **Endeudamiento de Largo Plazo:** Este índice disminuyó respecto a diciembre de 2018 debido al aumento en los pasivos totales (MMUS\$ 144,0 / 113% var.), y por la disminución los pasivos no corrientes (MMUS\$ -5,0 / -5% var.), ambos efectos explicados en la sección 1 a) del presente informe.
- **Cobertura de Gastos Financieros:** Este índice disminuyó en relación a diciembre de 2018, debido a un menor resultado antes de impuestos e intereses (actividades operacionales) por el periodo 2019 (MMUS\$ -6,1 / -165% var.), compensado por una disminución de los costos financieros acumulados (MMUS\$ -1,4 / 25% var.) respecto a diciembre 2018, ambos efectos explicados en la sección 1 b) del presente informe.

### c) Índice de Rentabilidad

Índices de Rentabilidad		al 30 de junio de 2019	al 31 de diciembre de 2018
Rentabilidad del Patrimonio	= $\frac{\text{Resultado Controladora}}{\text{Patrimonio Promedio}}$	0,0182	0,0086
Rentabilidad del Activo	= $\frac{\text{Resultado Controladora}}{\text{Activos Promedio}}$	0,0166	0,0081
Rendimiento Activos Operacionales	= $\frac{\text{Resultado de Actividades Operacionales}}{\text{Activos Operacionales Promedio}^*}$	-0,0012	0,0018
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	= $\frac{\text{Resultado Controladora}}{\text{Número de Acciones}}$	0,0011	0,0005
Valor Bursátil de la Acción (en pesos chilenos)	=	23,4	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 aumentó en comparación con el observado a diciembre de 2018, debido a un mejor resultado atribuible a los controladores por MMUS\$ 38,7 acumulado por el periodo terminado al 30 de junio 2019 en comparación a las utilidades de MMUS\$ 18,2 del periodo de 2018 (MMUS\$ 20,4 / 112% var.), manteniéndose relativamente constante el patrimonio promedio (MMUS\$ -5,5/ 0%).



- **Rentabilidad del Activo:** Este índice aumentó respecto a diciembre de 2018, debido a un mejor resultado atribuibles a los controladores, antes explicado (MMUS\$ 20,4 / 112% var.), compensado levemente por un mayor activo promedio (MMUS\$ 72,9 / 3% var.).
- **Rendimiento Activos Operacionales:** El índice disminuyó en relación a diciembre de 2018, debido a un menor Resultado de actividades operacionales, pasando de un resultado acumulado de MMUS\$ 3,7 para el periodo 2018 a uno de MMUS\$ -2,4 al primer semestre de 2019 (MMUS\$ -6,1/ -165% var.), y por un mayor Activo operacional promedio (MMUS\$ 71,9 / 4% var.).
- **Retorno de Dividendos:** Este índice se mantuvo constante producto que no se han distribuido dividendos durante el periodo terminado al 30 de junio de 2019, ni en el ejercicio 2018.
- **Resultado por Acción:** La utilidad por acción aumentó respecto a diciembre de 2018 producto de un mejor resultado (MMUS\$ 20,4 / 112% 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 30 de junio de 2019 aumentó un 19% en relación al 31 de diciembre de 2018.

#### d) Índice de Actividad

Índices de Actividad		al 30 de junio de 2019	al 31 de diciembre de 2018
Rotación de Inventario	= $\frac{\text{Costo de Combustible}}{\text{Inventario Promedio}}$	4,447	4,968
Permanencia de Inventarios	= $\frac{\text{Inventario Promedio} * 360}{\text{Costo de Combustible}}$	81,0	72,5

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

- **Rotación de Inventario:** Este indicador disminuyó respecto al observado al 31 de diciembre de 2018, debido a un menor costo de combustible (MMUS\$ -1,2 / -6% var.) y a un aumento en el inventario promedio (MMUS\$ 0,2 / 5% var.).
- **Permanencia de Inventario:** Debido a que la Rotación de inventarios disminuyó (indicador previamente analizado) la permanencia de estos mismos aumentó en relación a diciembre 2018, pasando de 72,5 a 81,0 días.