



## ANÁLISIS RAZONADO

En base a los Estados Financieros Consolidados  
Intermedios al 30 de Septiembre de 2015

COMPAÑÍA SUD AMERICANA DE VAPORES S.A. Y SUBSIDIARIAS



## INDICE DE CONTENIDO

	Página
<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 Segmentos	8
<b>2. Diferencia entre valores Económicos y Libro de los Activos</b>	<b>9</b>
<b>3. Situación de Mercado</b>	<b>9</b>
a) Segmento Portacontenedores	9
b) Segmento Otros Servicios de Transporte	11
<b>4. Análisis del Flujo de Efectivo</b>	<b>13</b>
<b>5. Análisis de los Riesgos de Mercado</b>	<b>14</b>
<b>6. Índices Financieros</b>	<b>16</b>
a) Índices de Liquidez	16
b) Índices de Endeudamiento	16
c) Índices de Rentabilidad	17
d) Índices de Actividad	18

## 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 2015	al 31 de diciembre de 2014
	MM US\$	MM US\$
Activos Corrientes	89,7	93,9
Activos No Corrientes	2.203,0	2.116,7
<b>Total Activos</b>	<b>2.292,7</b>	<b>2.210,6</b>

Pasivos y Patrimonio	al 30 de septiembre de 2015	al 31 de diciembre de 2014
	MM US\$	MM US\$
Pasivos Corrientes	58,3	266,6
Pasivos No Corrientes	86,4	44,2
Patrimonio Controladora	2.139,4	1.890,1
Patrimonio No Controladora	8,6	9,8
<b>Total Pasivos y Patrimonio</b>	<b>2.292,7</b>	<b>2.210,7</b>

Al 31 de diciembre de 2014, los Estados Financieros Consolidados de CSAV ya reflejaban el cierre de la transacción con Hapag-Lloyd AG (HLAG). De esta forma, la totalidad de los activos y pasivos asociados al negocio portacontenedores habían sido transferidos a HLAG, teniendo CSAV, como contraprestación a dicho aporte y al aumento de capital suscrito durante Diciembre 2014, el 34% de las acciones de dicha empresa, registrando la inversión a su costo histórico de adquisición. Los resultados de HLAG, así como sus cambios patrimoniales futuros, se contabilizan al valor patrimonial proporcional en el rubro de inversiones bajo el método de la participación.

Al 30 de septiembre de 2015, los activos totales aumentaron en MMUS\$ 82 con respecto a los existentes al 31 de diciembre de 2014. Esta variación se explica por un aumento de MMUS\$ 86 en los activos no corrientes compensado por una disminución de MMUS\$ 4 en los activos corrientes.

El aumento de MMUS\$ 86 en los activos no corrientes se explica mayoritariamente por el aumento en inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación gracias a las utilidades de HLAG durante los primeros nueve meses de 2015.

Por su parte, la disminución de MMUS\$ 4 en los activos corrientes se explica principalmente por una disminución de cuentas por cobrar a entidades relacionadas en MMUS\$ 10, de deudores comerciales y cuentas por cobrar en MMUS\$ 3, de otros activos financieros en MMUS\$ 3 y de inventarios en MMUS\$ 2, compensado parcialmente por un aumento del efectivo y equivalentes al efectivo de MMUS\$ 14.

La variación positiva en el valor de la inversión en HLAG mencionada precedentemente se explica en primer lugar por la participación directa de CSAV en la utilidad que obtuvo HLAG y por los efectos de PPA sobre la inversión (que ascendieron a MMUS\$ 177 y MMUS\$ 81 respectivamente, siendo en total una utilidad de MM\$ 258). De esta forma, al considerar el 34% de propiedad de CSAV en HLAG, el resultado de ambos efectos alcanza a MMUS\$ 88, los que se explican por MMUS\$ 60 de la participación en el resultado del período y MMUS\$ 28 por la participación en los ajustes o amortización del PPA (ver Nota 15(a) de los presentes estados financieros).

Adicionalmente, dentro del valor de la inversión en HLAG la Compañía debe reconocer también su participación en la cuenta patrimonial “Otros resultados integrales” la que ascendió para esta coligada a una pérdida de MMUS\$ 4 durante los primeros nueve meses de 2015. Este resultado se explica principalmente por una utilidad de MMUS\$ 36 como consecuencia de la revalorización de planes de beneficios acordados con los empleados y por una pérdida de MMUS\$ 39 como consecuencia de las diferencias de conversión de monedas. Lo anterior generó en CSAV un efecto de menor valor en la inversión de HLAG y un menor patrimonio de aproximadamente MMUS\$ 2 (ver Nota 28(f) de los presentes estados financieros).

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

Detalle de movimientos de la Inversión de CSAV en HLAG	
	MMUS\$
<b>Saldo al 31 de diciembre de 2014</b>	<b>1.765,0</b>
Participación en Resultados	40,0
Efecto del PPA en Resultados	28,0
Total Participación en Resultados de HLAG	68,0
Participación de otros resultados integrales de HLAG	(2,0)
<b>Saldo al 30 de septiembre de 2015</b>	<b>1.831,0</b>

Al 30 de septiembre de 2015, los pasivos disminuyeron en MMUS\$ 166 con respecto a los existentes al 31 de diciembre de 2014. Esta variación se explica por una disminución de MMUS\$ 208 en los pasivos corrientes compensado por un alza de MMUS\$ 42 en los pasivos no corrientes.

La disminución de MMUS\$ 208 en los pasivos corrientes se explica principalmente por una caída de MUS\$ 131 en otros pasivos financieros, MMUS\$ 49 de otras provisiones, MMUS\$ 16 de cuentas comerciales y otras cuentas por pagar u MMUS\$ 5 de cuentas por pagar a entidades relacionadas. La importante disminución de los otros pasivos financieros se produce por el pago, con los recursos obtenidos en el aumento de capital, de los créditos puente destinados a financiar al aporte de capital de CSAV en HLAG realizado en diciembre de 2014 y por el del prepago anticipado de los bonos en UF realizado durante agosto de 2015. La disminución de las otras provisiones se explica principalmente por una reclasificación neta a no corrientes de MMUS\$ 36 durante el primer trimestre de 2015, más un efecto de MMUS\$ 13 de consumos y movimientos durante el período.

El alza de MMUS\$ 44 en los pasivos no corrientes se explica principalmente por la ya mencionada clasificación a no corrientes de MMUS\$ 36 de otras provisiones y por un aumento en otros pasivos financieros no corrientes de MMUS\$ 5 producto principalmente del prepago total de los bonos en UF que fue financiado con un crédito por US\$ 45 millones a largo plazo suscrito con el Banco Itaú.

Al 30 de septiembre de 2015, el patrimonio aumentó en MMUS\$ 248 con respecto al existente al 31 de diciembre de 2014. Esta variación se explica principalmente por el aumento de capital suscrito y pagado durante el primer trimestre del presente año por MMUS\$ 165 y por la utilidad de MMUS\$ 87 de los primeros nueve meses de 2015, parcialmente compensado por un efecto negativo en Otras Reservas de MMUS\$ 3 principalmente producto del efecto proporcional de los otros resultados integrales de HLAG en los estados financieros de CSAV y de los costos de emisión del último aumento de capital aún no capitalizados.

## b) Estado de Resultados

	Acumulado al 30 de septiembre de 2015	Acumulado al 30 de septiembre de 2014
	MM US\$	MM US\$
Ingresos de Actividades Ordinarias	147,7	189,0
Costo de Ventas	(141,7)	(179,8)
<b>Ganancia Bruta</b>	<b>6,0</b>	<b>9,2</b>
Gasto de Administración	(12,4)	(13,8)
Otros Operacionales	7,4	(17,9)
<b>Resultado Operacional</b>	<b>1,0</b>	<b>(22,5)</b>
<b>R.A.I.I.D.A.I.E. (EBITDA)</b>	<b>2,6</b>	<b>(20,6)</b>
Gastos Financieros Netos	(3,1)	(2,3)
Participación Asociadas y Negocios Conjuntos	87,6	0,6
Diferencia de Cambio y Otros No Operacionales	2,6	10,1
Impuestos	(0,8)	26,0
<b>Resultado después de Impuestos</b>	<b>87,2</b>	<b>11,0</b>
Resultado de Actividades Continuas	87,2	11,0
Resultado de Actividades Descontinuadas	-	(170,0)
<b>Resultado atribuible a Controladora</b>	<b>87,5</b>	<b>(159,8)</b>

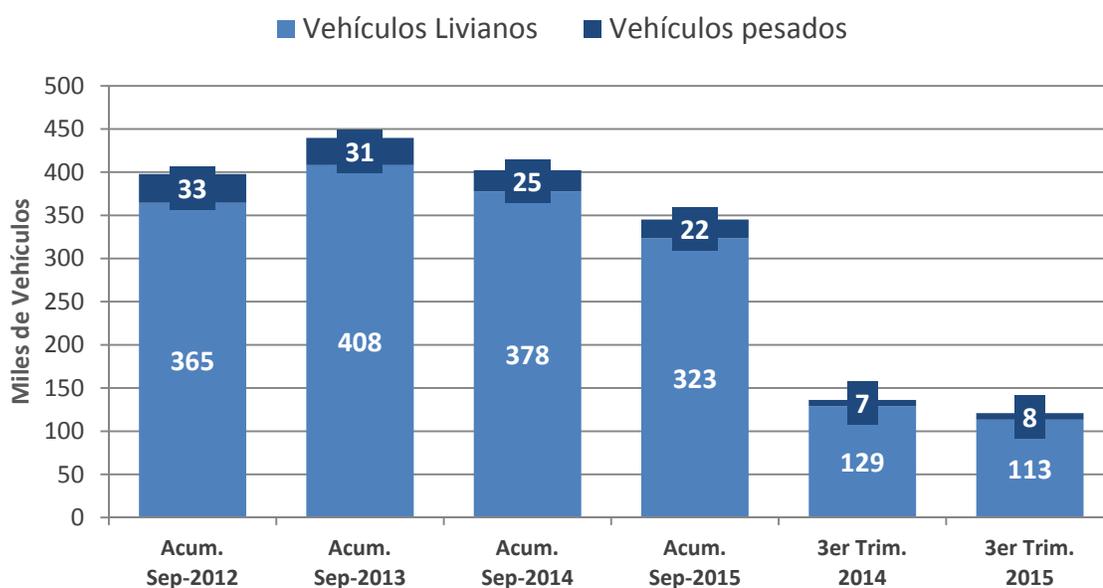
El **Resultado atribuible a la Controladora** ascendió a una utilidad de MMUS\$ 88 al 30 de septiembre de 2015, lo que representa una mejora de MMUS\$ 247 respecto al mismo período del año anterior. El resultado de los primeros nueve meses del año 2015 se explica principalmente por las utilidades provenientes de la inversión en HLAG.

El **Resultado de Actividades Operacionales**, ascendió a una utilidad de MMUS\$ 1 al 30 de septiembre de 2015, lo que representa una mejora de MMUS\$ 23 al mismo período del año anterior. Esta diferencia neta se explica principalmente por la pérdida de MMUS\$ 19 reconocida durante el segundo trimestre de 2014 producto de la venta de la participación que CSAV tenía en el joint venture que mantenía con DryLog Ltd, y por la utilidad de MMUS\$ 6 reconocida en 2015 producto del reverso de ciertos pasivos asociados a las cuentas de cierre con Hapag-Lloyd AG, ambos efectos bajo el ítem Otros Operacionales.

El **Estado de Resultados** de CSAV muestra que los **Ingresos de Actividades Ordinarias** alcanzaron a MMUS\$ 148 al 30 de septiembre de 2015, lo que representa una caída de MMUS\$ 41 respecto a igual periodo del año anterior. Esta caída se explica principalmente por la menor actividad del mercado relevante (ver gráfico "Evolución de Venta de Vehículos en Chile y Perú") y la disminución de escala del negocio de transporte de vehículos, las menores tarifas de flete en este negocio y por el efecto de la reajustabilidad de una parte de las tarifas de flete a la variación del precio del

combustible, las que dada la caída registrada en el precio de dicho insumo contribuyeron también a la disminución de ingresos. Por otra parte, y aunque en menor medida, la caída de los ingresos se explica por la disminución de la actividad del negocio de freight forwarder producto de la caída del volumen y de tarifas de flete de transporte portacontenedores en los mercados de Sudamérica, así como también, a los menores ingresos en el transporte de graneles sólidos producto de la estrategia de reducir la exposición a este negocio, la que concluyó con la entrega a sus dueños de la última nave granelera durante el tercer trimestre de 2015.

### Evolución de Venta de Vehículos en Chile y Perú



Fuente: ANAC (Chile) y ARAPER (PERÚ)

El **Costo de Ventas** alcanzó a MMUS\$ 142 al 30 de septiembre de 2015, lo que representa una disminución de MMUS\$ 38 respecto a igual periodo del año anterior. Esta disminución del costo operacional está en línea con la menor actividad del mercado de transporte de automóviles así como también con la menor escala de operación de CSAV en dicho negocio y, en menor medida, con la evolución de los negocios de freight forwarder y graneles sólidos mencionados precedentemente. Adicionalmente, la caída en el Costo de Ventas también se explica por el menor precio promedio del combustible observado durante los primeros nueve meses de 2015, el que cayó cerca de 39% comparado con igual periodo del año 2014. 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\$ 12 lo que representa una caída de MMUS\$ 1 respecto a igual periodo del año anterior. Por otro parte, los Otros Operacionales ascendieron a MMUS\$ 7 al 30 de septiembre de 2015, lo que representa una mejora de MMUS\$ 25 respecto a la pérdida de MMUS\$ 18 informada a igual fecha del año anterior. Esta diferencia se explica por la ya comentada decisión de la Compañía de reducir su exposición al negocio de graneles sólidos, por lo cual dispuso durante el segundo trimestre de 2014 la participación que ésta tenía en el joint venture con DryLog Ltd., reconociendo de esta forma una pérdida por dicha operación de MMUS\$ 19. Adicionalmente, durante 2015, la compañía reconoció un efecto positivo de alrededor de MMUS\$ 6 del efecto neto producto del reverso de ciertos pasivos asociados a la transacción con Hapag-Lloyd AG.

Con respecto al resultado en las **Participación de asociadas y negocios conjuntos**, CSAV reconoció una utilidad de MMUS\$ 88, la que se explica casi en su totalidad por el resultado de la inversión en HLAG.

CSAV debe reconocer el valor patrimonial proporcional del resultado atribuible a los propietarios de HLAG y del efecto en resultados de la amortización del PPA (“Purchase Price Allocation”) correspondiente a la inversión inicial en HLAG, determinado al cierre de la transacción el 2 de diciembre de 2014 (acorde a la norma IFRS IAS 28). HLAG reportó al 30 de septiembre de 2015 una utilidad acumulada atribuible a los propietarios de la controladora de MMUS\$ 177 y CSAV reconoció además un efecto positivo por el PPA de MMUS\$ 81, por lo que el valor patrimonial proporcional correspondiente al 34% son MMUS\$ 60 por el resultado acumulado y MMUS\$ 28 por los efectos de PPA correspondientes al período. Más detalles se encuentran en la Nota 15 de los presentes estados financieros.

Durante los primeros nueve meses de 2015 se reconoció en el resultado un gasto por impuesto a las ganancias de MMUS\$ 0,8. Sin embargo, este resultado ha mostrado cambios entre los trimestres del presente año como resultado principalmente de los efectos positivos y negativos sobre la base imponible asociada a la variación del tipo de cambio del Euro sobre la estructura de financiamiento entre subsidiarias del Grupo asociadas a la inversión en HLAG.

De esta forma, en Resultado atribuible a la Controladora alcanzó a una utilidad de MMUS\$ 88 lo que representa un alza de MMUS\$ 247 respecto al año anterior. Cabe mencionar que la mayor diferencia respecto al año anterior se explica principalmente por los cambios en el negocio portacontenedores, ya que durante el los primeros nueve meses de 2014 se reconoció una pérdida de MMUS\$ 170 en operaciones discontinuadas, correspondientes íntegramente al negocio portacontenedores que fue traspasado a HLAG en diciembre de 2014, mientras que en 2015 la participación de CSAV sobre los resultados de HLAG, como entidad combinada, representaron una utilidad de MMUS\$ 88.

### c) Resultado Operacional por Segmento

Al 30 de septiembre de 2015, CSAV reporta dos segmentos de negocios: 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 Hapag-Lloyd, representadas por la inversión en dicho negocio conjunto, más ciertos activos y pasivos asociados al negocio portacontenedores que siguen bajo el control de CSAV (Préstamo Itaú y otros).
- **Otros Servicios de Transporte:** comprenden la operación de CSAV en los servicios de transporte de automóviles (principalmente hacia los mercados de la costa oeste de Sudamérica), transporte de carga refrigerada en naves cámara (en proceso de reestructuración de la operación), transporte de graneles líquidos en la costa oeste de Sudamérica y arriendo de naves de graneles sólidos (terminado durante 2015). Además, considera los servicios de operación logística y de freight forwarder a través del grupo de subsidiarias Norgistics.

A continuación se presenta la apertura del resultado por segmentos al 30 de septiembre de 2015 (más detalles en la Nota 6 de los presentes Estados Financieros):

Al 30 de septiembre de 2015	Negocio	Otros servicios	Total
	Portacontenedores	de transporte	
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
Ingresos ordinarios	-	147,7	147,7
Costos de ventas	-	(141,7)	(141,7)
<b>Margen bruto</b>	-	<b>6,0</b>	<b>6,0</b>
Gastos de administración	(1,5)	(10,8)	(12,4)
Otros operacionales	5,6	7,7	13,3
<b>Resultado de actividades operacionales</b>	<b>4,1</b>	<b>(3,1)</b>	<b>1,0</b>
Gastos financieros netos	(3,1)	0,0	(3,1)
Participación en resultado de asociadas	87,6	-	87,6
Diferencia de cambio y otros	3,6	(1,1)	2,5
Impuestos	(5,3)	4,5	(0,8)
<b>Resultado procedente de operaciones continuadas</b>	<b>86,9</b>	<b>0,3</b>	<b>87,2</b>
Resultado atribuible a participaciones no controladoras	-	(0,3)	(0,3)
<b>Resultado atribuible a los controladores</b>	<b>86,9</b>	<b>0,6</b>	<b>87,5</b>

Hasta 2014 los negocios de operación logística y freight forwarder estaban enfocados principalmente a apoyar las ventas del negocio portacontenedores de CSAV. A partir del cierre de la transacción con HLAG, el grupo de filiales Norgistics opera estos negocios en forma totalmente independiente siendo HLAG sólo un proveedor más de esta filial en la prestación de sus servicios logísticos y de freight forwarder.

## 2. Diferencia entre valores Económicos y Libro de los Activos

Los Estados Financieros al 30 de septiembre de 2015 han sido preparados de acuerdo con las Normas Internacionales de Información Financiera (IFRS) aprobadas por la Superintendencia de Valores y Seguros, bajo cuya fiscalización se encuentra la Compañía. Dado el horizonte de largo plazo de los activos de la Compañía y las características de los servicios que presta y de la industria naviera en general, es complejo determinar una relación entre el valor libros de los principales activos de la Compañía y el valor económico de los mismos, más allá de las disposiciones que IFRS define para ello y que la compañía ha adoptado.

## 3. Situación de Mercado

### a) Segmento Portacontenedores

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

- una todavía frágil y volátil situación económica mundial, que ha mantenido un menor crecimiento de la demanda por transporte de contenedores. En particular el menor crecimiento de China, Asia y América Latina han afectado negativamente los volúmenes transportados a nivel mundial.
- la sobreoferta de espacio que se generó como consecuencia de las órdenes de construcción de naves realizadas durante los años previos a la crisis de 2009. Si bien actualmente las órdenes de construcción se han estabilizado en niveles más razonables, el menor dinamismo de la demanda por transporte durante el presente año ha generado una sobreoferta temporal, la que podría cambiar con los efectos de la apertura del nuevo canal de Panamá durante 2016.
- una volatilidad en el precio del combustible, principal componente de costo de la industria. El precio del combustible se mantuvo en niveles altos hasta fines del año 2014 mostrando desde entonces caídas significativas al igual que otros “commodities”.

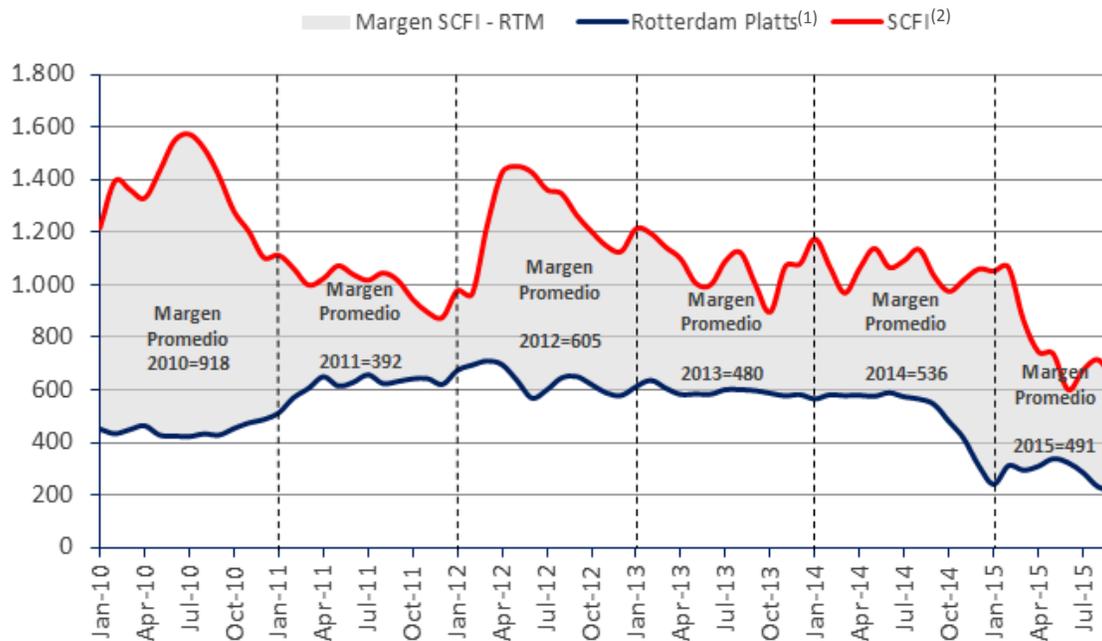
Desde hace algunos años, las principales compañías navieras del mundo han tomado en forma independiente una serie de medidas relevantes para revertir el escenario negativo y los cambios en los paradigmas de operación que enfrentan. Entre otras medidas, se han cerrado y reestructurado servicios de transporte, se ha detenido flota y suspendido viajes, se ha implementado globalmente el concepto de “super slow steaming” (navegación lenta), y se ha puesto un foco en reducir los costos operacionales y aumentar la productividad y utilización de activos.

Durante los últimos años, las compañías navieras han además aumentado los acuerdos de operaciones conjuntas con el fin de mejorar los niveles de servicio a los clientes obteniendo al mismo tiempo economías de escala y economías de red que de forma independiente no son factibles de alcanzar. Estos esfuerzos han sido muy significativos y se han formado importantes alianzas operacionales globales, por la vía de establecer consorcios tales como 2M, Ocean Three y G6 (de la cual HLAG es miembro).

A pesar de todos los esfuerzos de racionalización y mejoras operacionales las tarifas de flete deduciendo 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. Esta situación no ha permitido a la industria en su conjunto obtener rentabilidades normales. A pesar de lo anterior, algunos competidores han mostrado resultados positivos, gracias a sus economías de escala y economías de red así como también por sus más saludables estructuras de capital.

En relación al proceso de re-inversión de activos, los principales operadores del mundo están impulsando planes de inversión de naves portacontenedores que buscan adecuarse de mejor manera a los nuevos paradigmas de operación enfocados a aumentar la eficiencia, reducir el consumo de combustible, operar en consorcios o alianzas operacionales globales y adecuar la flota a las nuevas características del canal de Panamá. Las naves en construcción alcanzan al 21% de la flota en operación.

Sin embargo a lo anterior, la industria sigue presentando un desafiante escenario para todos sus participantes. La caída de tarifas de flete así como alta volatilidad de éstas observada durante los últimos meses, se ha visto sólo parcialmente compensado por los menores precios del combustible.



	Ene-15	Feb-15	Mar-15	Abr-15	May-15	Jun-15	Jul-15	Aug-15	Sep-15
Margen Promedio SCFI-RTM	811	754	571	436	399	277	389	483	426

- (1) Precio promedio del combustible (IFO 380) en el puerto de Rotterdam.
- (2) Shanghai Containerized Freight Index

## b) Segmento Otros Servicios de Transporte

Los distintos rubros de transporte naviero, como transporte de vehículos o de cargas refrigeradas, gráneles sólidos y líquidos, también se han visto afectados por la menor demanda mundial por transporte, exceso de oferta y volatilidad en el precio del combustible.

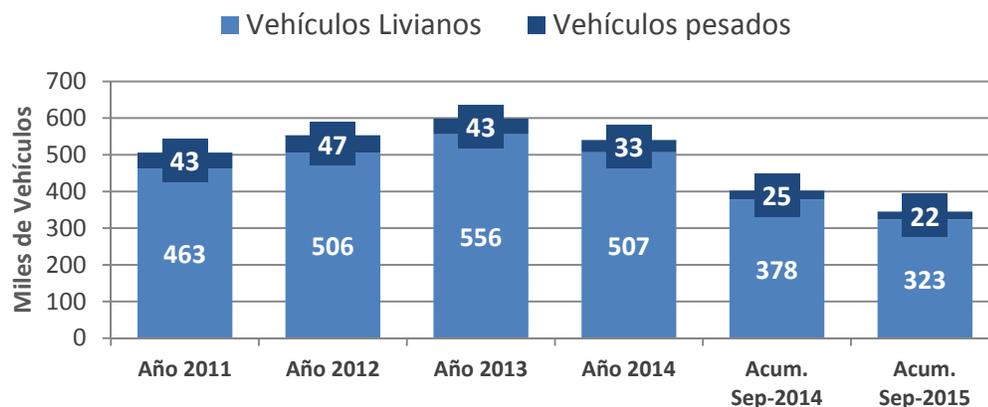
El negocio del transporte de automóviles ha enfrentado volatilidad en la demanda a partir de la crisis financiera de 2008. La oferta sigue dominada por las compañías navieras japonesas y coreanas, las que concentran cerca del 65% del mercado.

La demanda mundial por transporte de vehículos se ve positiva o negativamente afectada por la situación económica de los distintos mercados y por los cambios en los países productores. En este sentido, China ha comenzado a transformarse en uno de los grandes fabricantes reemplazando a otros productores. En 2015 la demanda por transporte global se ha visto afectada por la débil situación económica mundial que ha afectado la producción y exportaciones globales.

A pesar de lo anterior, la industria mundial de transporte de vehículos creció consistentemente durante los últimos años, mostrando una caída solo en 2010 y 2011 como consecuencia de la crisis financiera de 2008. El año 2015 ha mostrado a la fecha una demanda global más débil. Por otra parte, las naves PCTC (“Pure Car and Truck Carrier”) han aumentado su tamaño promedio, pasando desde una capacidad de alrededor de 4.200 vehículos en 2008 hasta cerca de 4.900 vehículos en 2014, con el fin de aumentar las economías de escala y la eficiencia de operación.

CSAV transporta vehículos principalmente desde Asia, Estados Unidos y Europa hacia los mercados de Chile y Perú. Estos mercados se han visto muy afectados por el desempeño de las economías de ambos países por lo que las importaciones de vehículos se han reducido en forma significativa a partir de 2014. Durante los primeros nueve meses de 2015 las ventas de vehículos livianos en estos mercados cayeron un 14% mientras que las de camiones y buses disminuyeron en un 12% respecto a igual periodo del año anterior. Lo anterior, además de una administración más conservadora de inventarios de los distribuidores, está impactando negativamente la operación de CSAV en sus servicios de transporte de vehículos tanto en volúmenes como en tarifas de flete.

### Evolución de Venta de Vehículos en Chile y Perú



El negocio de operación logística y freight forwarder está estrechamente relacionado a la evolución de la actividad en el negocio de transporte en portacontenedores y a las tarifas de flete. Durante los últimos trimestres la situación de los mercados en la costas este y oeste de Sudamérica han mostrado una evolución poco favorable dado el menor desempeño de las economías de esta región.

El negocio de transporte de carga refrigerada a granel en naves cámara a nivel mundial ha ido perdiendo participación en los últimos años por el crecimiento en el uso de contenedores refrigerados. La oferta disponible de este tipo de naves ha disminuido significativamente acomodándose a la menor demanda y aumentando la dependencia para el arriendo de naves a

unos pocos proveedores. Dado lo anterior, CSAV ha decidido terminar con la operación de naves en este negocio y para la temporada de fruta 2016 ofrecerá soluciones de transporte a sus clientes a través de su subsidiaria logística Norgistics y no a través de la operación de naves refrigeradas especializadas.

El negocio de transporte en naves graneleras se ha visto muy afectado desde la crisis financiera de 2008. Existe una sobrecapacidad muy importante en la industria y las tarifas de flete como también las tarifas de arriendo de naves se han mantenido en niveles muy bajos. CSAV decidió reducir su exposición a este negocio con la venta de la participación en DBHH durante el segundo trimestre de 2014 y la re-entrega durante 2015 de todas las naves arrendadas que operaba. A esta fecha CSAV ya ha re-entregado la totalidad de naves de este tipo, por lo que la compañía ya no se verá expuesta a este negocio.

El negocio de transporte de graneles líquidos en que opera la Compañía está enfocado principalmente al movimiento de ácido sulfúrico en la costa oeste de Sudamérica. La demanda de este negocio está relacionada principalmente con la evolución de la producción minera y ha mantenido una evolución estable.

#### 4. Análisis del Flujo de Efectivo

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

	30 de septiembre de 2015	30 de septiembre de 2014
	MM US\$	MM US\$
<b>Flujo procedente de Operaciones</b>	<b>(19,8)</b>	<b>(175,3)</b>
Flujos Operacionales	(19,1)	(170,9)
Impuestos y otros	(0,7)	(4,4)
<b>Flujo procedente de Actividades de Inversión</b>	<b>(2,7)</b>	<b>(43,4)</b>
Compra y Venta de Propiedades, Planta y Equipo	(2,9)	(46,5)
Otros	0,2	3,1
<b>Flujo procedente de Actividades de Financiamiento</b>	<b>38,1</b>	<b>181,2</b>
Emisión de Acciones	162,7	197,3
Pago por adquisición de acciones de la entidad	-	(20,8)
Obtención y pago de préstamos	(120,7)	41,7
Obtención y pago de préstamos empresas relacionadas	-	-
Pago de intereses	(3,2)	(36,9)
Otros	(0,7)	(0,1)
<b>Efecto variación tipo de cambio</b>	<b>(1,5)</b>	<b>0,6</b>
<b>Variación Efectivo &amp; Efectivo Equivalente</b>	<b>14,0</b>	<b>(37,0)</b>

La variación neta de la cuenta Efectivo y Equivalentes al Efectivo, equivalente al Flujo de Efectivo Neto, fue positiva en MMUS\$ 14 al 30 de septiembre de 2015, lo que representa un mayor flujo positivo de MMUS\$ 51 respecto al mismo período del año anterior. Cabe señalar que el flujo de los primeros nueve meses del año 2014 consideran la operaciones descontinuadas (negocio portacontenedores de CSAV).

El **Flujo procedente de Operaciones** fue negativo en MMUS\$ 20 al 30 de septiembre de 2015, lo que representa una mejora de MMUS\$ 156 respecto al mismo período del año anterior. El flujo de 2015 se explica principalmente por el pago de costos relacionados al cierre de la transacción con HLAG, por los desembolsos derivados de las investigaciones de las autoridades de libre competencia en el negocio de transporte de vehículos y por pagos asociados al cierre del negocio de transporte de gráneles sólidos. La mayoría de estos pagos estaban debidamente provisionados no afectando de esta forma el resultado del período.

El **Flujo procedente por Actividades de Inversión** fue negativo en MMUS\$ 3 al 30 de septiembre de 2015, lo que representa una mejora de MMUS\$ 41 respecto al mismo período del año anterior. El flujo de 2015 se explica principalmente por las mantenciones mayores realizadas a las naves propias de transporte de graneles líquidos, mientras que durante 2014 la compañía realizó pagos de cuotas para la construcción de naves portacontenedores.

El **Flujo procedente por Actividades de Financiamiento** fue positivo en MMUS\$ 38 al 30 de septiembre de 2015, lo que representa una disminución de MMUS\$ 143 respecto al mismo período del año anterior, lo que se explica principalmente por el efecto de MMUS\$ 162 de menores importes procedentes de la obtención de créditos netos de los menores pagos de préstamos, los pagos realizados en 2014 por la adquisición de acciones del derecho a retiro por MMUS\$ 21, menores flujos procedentes de los aumentos de capital por MMUS\$ 35 y menores intereses pagados por MMUS\$ 34.

## 5. Análisis de los Riesgos de Mercado

La inversión que la Compañía mantiene en HLAG es hoy su principal activo (81% del total de activos al 30 de septiembre de 2015), por lo que los riesgos de mercado del negocio portacontenedores que enfrenta dicha empresa se verán directamente reflejados en el valor de la inversión que CSAV tiene en ésta. Por esta razón, y aun cuando CSAV aportó a HLAG la totalidad de su operación de portacontenedores en 2014, los principales riesgos del negocio siguen siendo aquellos relacionados con el transporte de contenedores.

Los principales riesgos que enfrenta la Compañía provienen de la posibilidad de una disminución en la demanda por transporte marítimo, de un aumento en la oferta de espacio, de una caída en las tarifas y del 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 eventual desaceleración. Las estimaciones del Fondo Monetario Internacional

(FMI) a octubre de 2015, proyectan un crecimiento del producto bruto de 3,1% en 2015 (0,4% menos que lo proyectado a abril de 2015), comparado con 3,4% en 2014, por lo que en términos de demanda no se proyectan cambios importantes en el corto plazo. Sudamérica sigue mostrando un débil desempeño. Para 2016 el FMI proyecta una leve recuperación hasta 3,6% de este indicador. Por otra parte el FMI proyecta que durante 2016 el comercio mundial (productos y servicios) crecerá un 4,1% versus un 3,2% en 2015.

Respecto a la oferta, existe el riesgo de que las nuevas construcciones sobrepasen la demanda futura, aumentando el desbalance. En el caso de las naves portacontenedores, las órdenes de naves en construcción representan un 21% de la capacidad total a octubre de 2015, muy por debajo de los niveles de 60% alcanzados en 2008. A la vez, la oferta se puede ajustar por el aumento o disminución de la flota detenida, que a octubre de 2015 ascendía a un 4% de la flota total, uno de los porcentajes más altos observados en los últimos meses.

Respecto al precio del combustible, éste presenta una disminución muy importante desde el último trimestre de 2014, sin embargo sigue presentando volatilidad y no existe certeza de su evolución futura. Una parte de las ventas de flete se reajustan con la variación del precio del combustible, y para aquellas ventas a precio fijo, se contratan además coberturas de precio de combustible.

Respecto al riesgo de variabilidad de la tasa de interés para CSAV, al 30 de septiembre de 2015 la Compañía tenía todos sus pasivos a tasas variables indexadas a la tasa libor, la que sigue manteniéndose en niveles estables, aunque la curva futura muestra una leve tendencia al alza. 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 2015 existen ciertos activos y pasivos en otras monedas. Tal como se indica en la Nota 5 de los presentes estados financieros, a principios de 2015 se cubrió el riesgo de la paridad Peso Chileno a Dólar Americano relacionado a los créditos asociados al aumento de capital en curso y que fueron pagados en febrero de 2015. Del mismo modo, y hasta el prepago de la totalidad de los bonos en UF, la Compañía tenía pasivos expuestos a la depreciación del peso chileno lo que generó efectos positivos en diferencia de cambio en los resultados acumulados a septiembre de 2015.

Para el negocio portacontenedores operado hoy por HLAG, también existen diversas políticas de gestión y mitigación de estos riesgos, que se detallan en la nota de riesgos de los estados financieros de dicha coligada disponibles en conjunto con otras informaciones relevantes para los accionistas, en su sitio web (<http://ir.hapag-lloyd.com>).

## 6. Índices Financieros

Los principales indicadores a Septiembre de 2015 han tenido el siguiente comportamiento:

### a) Índice de Liquidez

Índices de Liquidez		30 de septiembre de 2015	31 de diciembre de 2014	30 de septiembre de 2014
Liquidez Corriente	= $\frac{\text{Activos Corrientes}}{\text{Pasivos Corrientes}}$	1,540	0,352	1,618
Razón Ácida	= $\frac{\text{Efectivo y equivalentes al Efectivo}}{\text{Pasivos Corrientes}}$	1,023	0,171	0,059

- Liquidez Corriente:** Este índice aumenta respecto a diciembre de 2014, debido a una disminución de los activos corrientes (MMUS\$ 4) y a una importante disminución de los pasivos corrientes (MMUS\$ 208). Respecto a Septiembre de 2014, el índice se mantiene estable considerando una importante disminución de los activos corrientes (MMUS\$ 1.980) y de los pasivos corrientes (MMUS\$ 1.221)
- Razón Ácida:** Este índice aumenta respecto a diciembre de 2014, debido al aumento del efectivo (MMUS\$ 14) y a una caída de los pasivos corrientes (MMUS\$ 208). Respecto a Septiembre de 2014, el índice también mejora dado que la disminución del efectivo (MMUS\$ 16), es menor a la disminución de los pasivos corrientes (MMUS\$ 1.221)

### b) Índice de Endeudamiento

Índices de Endeudamiento		30 de septiembre de 2015	31 de diciembre de 2014	30 de septiembre de 2014
Endeudamiento	= $\frac{\text{Pasivos Totales}}{\text{Patrimonio}}$	0,067	0,164	1,187
Endeudamiento de Corto Plazo	= $\frac{\text{Pasivos Corrientes}}{\text{Pasivos Totales}}$	0,403	0,858	0,966
Endeudamiento de Largo Plazo	= $\frac{\text{Pasivos No Corrientes}}{\text{Pasivos Totales}}$	0,597	0,142	0,034
Cobertura Gastos Financieros	= $\frac{\text{Resultado antes de Impuestos e Intereses}}{\text{Costos Financieros}}$	27,497	103,054	(81,292)

- **Endeudamiento:** Este índice disminuye en relación a diciembre de 2014, debido a la caída de los pasivos totales (MMUS\$ 166) debido principalmente al prepago del crédito puente en febrero de 2015, y al aumento del patrimonio (MMUS\$ 248) producto de las utilidades del periodo y por la porción del aumento de capital suscrito y pagado durante comienzos de 2015. Respecto a Septiembre de 2014, el índice disminuye debido a la caída de los pasivos totales (MMUS\$ 1.334) y un aumento del patrimonio (MMUS\$ 1.263).
- **Endeudamiento de Corto Plazo:** Este índice disminuye respecto a diciembre de 2014, debido a que la disminución de los pasivos corrientes (MMUS\$ 208) es mayor a la disminución de los pasivos totales (MMUS\$ 166). Respecto a Septiembre de 2014, el índice disminuye debido a que la disminución de los pasivos corrientes (MMUS\$1.221) es mayor a la disminución de los pasivos totales (MMUS\$ 1.179).
- **Endeudamiento de Largo Plazo:** Este índice aumenta respecto a diciembre de 2014 y a junio de 2014 en contraposición al índice de corto plazo, al disminuir el peso de los pasivos corrientes.
- **Cobertura de Gastos Financieros:** Este índice disminuye considerablemente en relación a diciembre de 2014, principalmente por un menor resultado antes de impuestos e intereses de (MMUS\$ 430), que se explica en gran medida por el resultado de la transacción con HLAG que implicó reconocer en diciembre de 2014 una utilidad de MMUS\$ 777 antes de impuestos. Respecto al mismo período del año anterior, el índice mejora debido principalmente a una mejora del resultado antes de impuestos e intereses de MMUS\$ 239.

### c) Índice de Rentabilidad

Índices de Rentabilidad		30 de septiembre de 2015	31 de diciembre de 2014	30 de septiembre de 2014
Rentabilidad del Patrimonio	= $\frac{\text{Resultado Controladora}}{\text{Patrimonio Promedio}}$	0,043	0,266	(0,116)
Rentabilidad del Activo	= $\frac{\text{Resultado Controladora}}{\text{Activos Promedio}}$	0,039	0,169	(0,052)
Rendimiento Activos Operacionales	= $\frac{\text{Resultado de Actividades Operacionales}}{\text{Activos Operacionales Promedio}^*}$	0,000	0,438	(0,011)
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	= $\frac{\text{Resultado Controladora}}{\text{Número de Acciones}}$	0,003	0,015	(0,006)
Valor Bursátil de la Acción (en pesos chilenos)		22,560	22,860	22,400

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

- **Rentabilidad del Patrimonio:** el indicador cae en relación a diciembre de 2014, debido a un menor resultado del ejercicio por MMUS\$ 301 parcialmente compensado por un mayor patrimonio promedio de MMUS\$ 561. Respecto a Septiembre de 2014 el índice mejora producto de un mejor resultado del ejercicio de MMUS\$ 212 y a un mayor patrimonio promedio de MMUS\$ 953.
- **Rentabilidad del Activo:** Este índice disminuye en relación a diciembre de 2014, debido a un menor resultado del ejercicio por MMUS\$ 301 y un menor activo promedio por MMUS\$ 42. Respecto a Septiembre de 2014 el índice mejora producto de un mejor resultado del ejercicio de MMUS\$ 212 y a un menor activo promedio por de MMUS\$ 157.
- **Rendimiento Activos Operacionales:** El índice cae en relación a diciembre de 2014, debido a un menor resultado operacional por MMUS\$ 825 y a mayores activos operacionales promedio por MMUS\$ 57. Respecto a Septiembre de 2014, el índice mejora producto de un mayor resultado operacional de MMUS\$ 23 y a menores activos operacionales promedio por MMUS\$ 49.
- **Retorno de Dividendos:** Este índice se mantiene constante producto que no se han entregado dividendos durante los ejercicios 2014 y 2015.
- **Resultado por Acción:** La utilidad por acción respecto a diciembre de 2014 cae producto de un menor resultado de MMUS\$ 301 y a un mayor número de acciones por un total de 4.434.637. Respecto a Septiembre de 2014 el indicador mejora producto de un mejor resultado de MMUS\$ 212 compensado por un mayor número de acciones por un total de 11.229.484
- **Valor bursátil de la acción:** El valor de la acción se mantiene estable variando un 1% en relación a diciembre de 2014 y a junio de 2014.

#### d) Índice de Actividad

Índices de Actividad		30 de septiembre de 2015	31 de diciembre de 2014	30 de septiembre de 2014	
Rotación de Inventario	=	$\frac{\text{Costo de Combustible}}{\text{Inventario Promedio}}$	6,310	8,657	5,944
Permanencia de Inventarios	=	$\frac{\text{Inventario Promedio} * 360}{\text{Costo de Combustible}}$	57,050	41,586	60,562

- **Rotación de Inventario:** Al 30 de Septiembre de 2015 hay un alza del indicador respecto a igual periodo del año pasado. Para efectos comparativos, la cifra indicada al 31 de diciembre de 2014 contiene efectos puntuales que distorsionan el indicador, ya que incluye sólo 11 meses de las actividades portacontenedores en el costo de combustible, producto de la transacción con HLAG, y a su vez, el inventario promedio considera una cifra inicial con las actividades portacontenedores y una final excluyendo estas.
- **Permanencia de Inventario:** Al 30 de Septiembre de 2015 hay una leve alza del indicador respecto a igual periodo del año anterior. Para efectos comparativos, la cifra indicada al 31 de diciembre de 2014 contiene efectos puntuales que distorsionan el indicador, tal como se menciona en el párrafo anterior.