

ANÁLISIS RAZONADO

En base a los Estados Financieros Intermedios Consolidados
al 31 de Marzo de 2017

COMPAÑÍA SUD AMERICANA DE VAPORES S.A. Y SUBSIDIARIAS



INDICE DE CONTENIDO

1. Análisis de la Situación Financiera	2
a) Estado de Situación Financiera	2
b) Estado de Resultados	4
c) Resultado Operacional por Segmento.....	7
2. Situación de Mercado	9
a) Segmento Portacontenedores	9
b) Segmento Otros Servicios de Transporte.....	14
3. Análisis del Flujo de Efectivo	16
4. Análisis de los Riesgos de Mercado	17
5. Índices Financieros	19
a) Índice de Liquidez.....	19
b) Índice de Endeudamiento	20
b) Índice de Rentabilidad	21
d) Índice de Actividad.....	22

1. Análisis de la Situación Financiera

a) Estado de Situación Financiera

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

Activos	al 31 de marzo de 2017	al 31 de diciembre de 2016	Variación
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
Activos corrientes	79,2	84,2	(5,0)
Activos no corrientes	2.063,7	2.084,0	(20,3)
Total activos	2.142,9	2.168,2	(25,3)

Pasivos y Patrimonio	al 31 de marzo de 2017	al 31 de diciembre de 2016	Variación
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
Pasivos corrientes	53,1	55,3	(2,2)
Pasivos no corrientes	105,1	106,4	(1,3)
Patrimonio controladora	1.984,7	2.006,5	(21,8)
Total pasivos y patrimonio	2.142,9	2.168,2	(25,3)

Al 31 de marzo de 2017, los activos totales disminuyeron en MMUS\$ 25,3 con respecto a los existentes al 31 de diciembre de 2016. Esta variación se explica por una disminución de MMUS\$ 20,3, en los activos no corrientes y una disminución de MMUS\$ 5,0 en los activos corrientes.

La disminución de MMUS\$ 5,0 en los activos corrientes se explica principalmente por una disminución en las cuentas Efectivo y equivalentes al efectivo, Deudores comerciales e Inventarios producto de las menores ventas y menor volumen transportado en el negocio de transporte de vehículos durante el primer trimestre del 2017 en comparación con la actividad registrada en el último trimestre de 2016. Lo anterior es consistente con la estacionalidad que se observa regularmente entre ambos trimestres.

Por otra parte, la disminución de MMUS\$ 20,3 en los activos no corrientes se explica principalmente por una disminución de MMUS\$ 14,8 en la cuenta de Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación, y por una disminución de MMUS\$ 5,5 en la cuenta de Activos por impuestos diferidos.

La variación en la cuenta Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación se explica por la disminución en el valor de la inversión en Hapag-Lloyd AG (en adelante HLAG) producto de la participación de CSAV (31,35%) en las pérdidas de dicho negocio conjunto durante el presente trimestre, netos del efecto de amortización de PPA (*Purchase Price Allocation*), así como también por su participación en los otros resultados integrales que afectan el patrimonio de HLAG. Como se puede observar en el cuadro adjunto, CSAV registró una disminución de la inversión de MMUS\$ 15,4 por su participación en los resultados de HLAG, incluyendo los efectos de amortización de PPA, y un aumento de MMUS\$ 0,6 por la participación de la Compañía en los otros resultados integrales y otras reservas de HLAG. Para mayor información, ver la Nota 15 de los presentes Estados Financieros Intermedios Consolidados.

Detalle de movimientos de la Inversión de CSAV en HLAG

	MUS\$
Saldo al 31 de diciembre de 2016	1.771,6
Participación en resultados de HLAG	(21,0)
Efecto de PPA en resultados	5,6
Total participación en resultados	(15,4)
Participación en otros resultados integrales	0,6
Otros cambios patrimoniales	0,0
Saldo al 31 de marzo de 2017	1.756,8

La disminución en la cuenta Activos por impuestos diferidos de MMUS\$ 5,5 se explica principalmente por la estructura de financiamiento, en Euros, existente dentro del Grupo CSAV para financiar la inversión en HLAG. Durante el primer trimestre de 2017, el efecto neto de la variación del tipo de cambio Euro-Dólar y de los intereses sobre dicho financiamiento, produjo una utilidad tributaria en CSAV a nivel individual en Chile, generando de esta forma un gasto por impuesto y una disminución en la cuenta de Activo por impuestos diferidos en el período.

Al 31 de marzo de 2017 los pasivos disminuyeron en MMUS\$ 3,5 con respecto a los existentes al 31 de diciembre de 2016. Esta variación se explica por una disminución de MMUS\$ 2,2 en los pasivos corrientes y una disminución de MMUS\$ 1,3 en los pasivos no corrientes.

La disminución de MMUS\$ 2,2 en los pasivos corrientes se explica principalmente por la variación de las cuentas Otras provisiones corrientes y Provisiones por beneficios a los empleados por MMUS\$ 4,2, las cuales se explican en mayor medida por una disminución en la provisión de contratos onerosos (mayores detalles se pueden encontrar en la nota 24 de los presentes Estados Financieros Intermedios Consolidados) y otras provisiones asociadas a gastos de administración, compensadas parcialmente por un aumento en Cuentas comerciales y otras cuentas por pagar de MMUS\$ 3,6, de los cuales MMUS\$ 1,4 se explican por un mayor devengo de gastos asociados a

viajes en curso, los que a su vez, explican la reducción en los ingresos de viajes en curso (netos) presentados en la cuenta Otros pasivos no financieros corrientes. Considerando la explicación anterior, el aumento neto remanente de MMUS\$ 2,2 en Cuentas comerciales y otras cuentas por pagar se explica principalmente por la variación en las cuentas por pagar asociadas a compras de espacio a otras navieras mayormente relacionada con los ciclos de operación de servicios conjuntos.

La disminución de MMUS\$ 1,3 en los pasivos no corrientes se explica por la disminución de las Cuentas comerciales y otras cuentas por pagar por MMUS\$ 1,3, producto de la clasificación como porción corriente de dicho monto acorde a su vencimiento esperado.

Al 31 de marzo de 2017, el patrimonio disminuyó en MMUS\$ 21,8 con respecto al existente al 31 de diciembre de 2016. Esta variación se explica principalmente por la pérdida del ejercicio registrada durante el primer trimestre del 2017 de MMUS\$ 22,1, compensada parcialmente por un aumento en Otras reservas de MMUS\$ 0,3, explicado por un aumento de MMUS\$ 0,6 asociado a la participación de CSAV en los otros resultados integrales de HLAG, y una disminución de MMUS\$0,3 asociado a la pérdida de valor de los derivados de cobertura durante el trimestre (mayores detalles se pueden encontrar en la nota 28 sección f) de los presentes Estados Financieros Intermedios Consolidados).

b) Estado de Resultados

	Al 31 de marzo de 2017	Al 31 de marzo de 2016	Variación
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
Ingresos de actividades ordinarias	26,0	27,5	(1,5)
Costo de ventas	(23,4)	(33,3)	9,9
Ganancia bruta	2,6	(5,8)	8,4
Gasto de administración	(3,3)	(3,3)	-
Otros gastos e ingresos operacionales	0,5	0,5	-
Resultado de actividades operacionales	(0,2)	(8,6)	8,4
<i>R.A.I.I.D.A.I.E. (EBITDA, sin participación en asociadas)</i>	<i>(0,1)</i>	<i>(8,6)</i>	<i>8,5</i>
Gastos financieros netos	(1,0)	(0,7)	(0,3)
Participación asociadas y negocios conjuntos	(15,4)	(8,1)	(7,3)
Diferencia de cambio y otros no operacionales	-	(0,1)	0,1
Gasto por impuesto a las ganancias	(5,5)	(10,1)	4,6
Resultados después de impuestos operaciones continuadas	(22,1)	(27,6)	5,5
Resultados después de impuestos operaciones discontinuadas	-	0,7	(0,7)
Reverso de participaciones no controladoras	-	(0,3)	0,3
Resultado atribuible a los propietarios de la controladora	(22,1)	(27,2)	5,1

El **Resultado atribuible a la controladora** para el primer trimestre de 2017 ascendió a una pérdida de MMUS\$ 22,1, lo que representa un mejor resultado de MMUS\$ 5,1 respecto al mismo período del año anterior.

El **Resultado de actividades operacionales**, ascendió a una utilidad de MMUS\$ 2,6 para el primer trimestre de 2017, lo que representa un mejor resultado de MMUS\$ 8,4 respecto al mismo período del año anterior. Este mayor resultado se explica en gran medida producto de la mejora observada en los resultados de la operación del negocio de transporte de automóviles a partir del segundo trimestre de 2016.

El Estado de Resultados de CSAV muestra que los **Ingresos de actividades ordinarias** alcanzaron MMUS\$ 26,0 durante el primer trimestre de 2017, lo que representa una caída de MMUS\$ 1,5 respecto al mismo periodo de 2016. Esta caída se explica en gran medida por menores ventas en el negocio de *freight forwarding* (operado por las filiales Norgistics) por MMUS\$ 2,0, principalmente producto de las menores tarifas de flete en el transporte de contenedores desde y hacia la costa oeste de Sudamérica, su mercado principal, respecto al primer trimestre de 2016. Por otra parte, en el negocio de transporte de vehículos se presenta un aumento en las ventas de MMUS\$ 0,5, explicado por un crecimiento significativo de los volúmenes transportados en el primer trimestre de 2017 respecto al mismo periodo del año anterior, compensado parcialmente por una disminución en la tarifa de flete promedio.

Dentro de la variación en la tarifa de flete antes mencionada, se debe considerar 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 este trimestre en comparación con el mismo periodo de 2016, contribuyó a mitigar la disminución en las tarifas.

El **Costo de Ventas** alcanzó a MMUS\$23,4 durante el primer trimestre de 2017, lo que representa una disminución de MMUS\$ 9,9 respecto a igual periodo del año anterior. Esta disminución se explica mayormente por una disminución de MMUS\$ 7,9 en los costos del negocio de transporte de vehículos, principalmente asociada a una estructura operacional más eficiente en costos y a un aumento en la tasa de utilización de naves, que ha permitido absorber una parte del crecimiento en volúmenes sin incrementar la capacidad instalada de la flota. Los ahorros anteriormente explicados han permitido revertir también el incremento en costos asociado al aumento del precio promedio del combustible, que aumentó en un 44% comparado con el primer trimestre del año anterior. 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 parte del efecto negativo en costos se vio parcialmente compensado con mayores ingresos.

Los **Gastos de Administración** ascendieron a MMUS\$ 3,3, manteniéndose estable en relación al primer trimestre de 2016. Del mismo modo, los **Otros gastos e ingresos operacionales** ascendieron a MMUS\$ 0,5, sin registrar variaciones respecto al mismo periodo del año anterior.

Con respecto al resultado en las **Participación de asociadas y negocios conjuntos**, CSAV reconoció durante el primer trimestre de 2017 una pérdida de MMUS\$ 15,4 en el rubro, la que comparada con el primer trimestre del 2016 representa un menor resultado por MMUS\$ 7,3. Esta diferencia se explica en MMUS\$ 5,8 por un menor resultado en HLAG (MMUS\$ 18,4 al cien por ciento) y en MMUS\$ 1,5 por un menor resultado proveniente de la amortización de su PPA (MMUS\$ 5,0 al cien por ciento), considerando en la cifras anteriores una participación del 31,35% sobre HLAG para ambos períodos.

Acorde al método de registro contable que aplica a un negocio conjunto según las NIIF (en inglés, IFRS), CSAV refleja en sus resultados su participación directa en el resultado atribuible a los propietarios de HLAG y también el efecto en resultados de la amortización de su PPA sobre HLAG, determinado al cierre de la combinación de negocios en diciembre de 2014 (acorde con NIIF N° 3 y NIC N° 28).

Respecto a la composición del resultado del primer trimestre de 2017 registrado en el rubro, HLAG reportó una pérdida atribuible a los propietarios de la controladora de MMUS\$ 66,9 sobre la que CSAV debió reconocer una utilidad de MMUS\$ 17,8 asociada a la amortización de PPA correspondiente al período. Respecto a dichos valores la Compañía aplicó su participación proporcional correspondiente al 31,35%. De esta forma, CSAV reconoció una pérdida de MMUS\$ 21,0 correspondiente a su participación directa en los resultados de HLAG y una utilidad de MMUS\$ 5,6 por su participación en la amortización de PPA, registrando una pérdida neta por su participación en los resultados de HLAG de MMUS\$ 15,4.

Durante el primer trimestre de 2017, CSAV reconoció un **Gasto por impuesto a las ganancias** de MMUS\$ 5,5, el que se explica principalmente por el gasto por impuestos asociado a la estructura de financiamiento dentro del Grupo CSAV necesaria para mantener la inversión en HLAG, que fue explicado en la sección a) anterior. Al comparar esta cifra con la correspondiente al primer trimestre de 2016, la variación representa un mejor resultado de MMUS\$ 4,6, que se explica por MMUS\$ 6,1 de menor gasto por impuesto producto de la menor variación del tipo de cambio Euro-Dólar sobre la estructura de financiamiento antes descrita, y por MMUS\$ 1,5 de mayor gasto por impuesto explicado mayormente por la mejora en los resultados tributables, principalmente al nivel de la **Ganancia bruta**.

De esta forma, el **Resultado atribuible a los propietarios de la controladora** registró una pérdida de MMUS\$ 22,1 en el primer trimestre de 2017, lo que representa un mejor resultado por MMUS\$ 5,1 respecto al mismo periodo del año anterior.

Cabe recordar que, acorde a lo explicado en informes anteriores, con fecha 19 de octubre de 2016 CSAV materializó la venta de su unidad de negocios de graneles líquidos a su socio Odfjell Tankers, presentándose en adelante los resultados de dicha unidad de negocio como operaciones descontinuadas, re-expresando la información comparativa de periodos anteriores, acorde a las disposiciones de la NIIF N°5.

c) Resultado Operacional por Segmento

Al 31 de marzo de 2017, 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: comprenden la operación de CSAV en los servicios de transporte de automóviles (*Car Carrier*) y los servicios de operación logística y de *freight forwarder* a través del grupo de subsidiarias Norgistics. Tal como fue explicado previamente, los servicios de transporte de graneles líquidos formaron parte de este segmento hasta su disposición, por lo que sus resultados para periodos anteriores se presentan bajo el concepto de operaciones descontinuadas.

A continuación, se presenta la apertura del resultado por segmentos al primer trimestre de 2017 (más detalles en la Nota 6 de los presentes Estados Financieros Intermedios Consolidados):

Negocio Portacontenedores	al 31 de	al 31 de	Variación
	marzo de	marzo de	
	2017	2016	
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
Gasto de administración	(0,8)	(0,8)	-
Otros gastos e ingresos operacionales	-	-	-
Resultado Operacional	(0,8)	(0,8)	-
Gastos financieros netos	(1,1)	(0,7)	(0,4)
Participación asociadas y negocios conjuntos	(15,4)	(8,1)	(7,3)
Diferencia de cambio y otros no operacionales	-	-	-
Gasto por impuesto a las ganancias	(5,6)	(11,6)	6,0
Resultados después de impuestos	(22,9)	(21,2)	(1,7)
Resultado atribuible a la controladora	(22,9)	(21,1)	(1,8)

El segmento portacontenedores presentó al primer trimestre de 2017 una pérdida de MMUS\$ 22,9, lo que representa un menor resultado de MMUS\$ 1,8 respecto al mismo periodo del año anterior, el que se explica por un menor resultado en la inversión en HLAG de MMUS\$ 7,3, explicada previamente, y por mayores gastos financieros por MMUS\$ 0,4, asociados al costo por intereses de pasivos financieros relacionados a la inversión en HLAG (Bonos corporativos y crédito con Banco Itaú), compensados parcialmente por un menor gasto en impuestos por MMUS\$ 5,6, asociado mayormente a la estructura de financiamiento de la inversión en HLAG, acorde a lo explicado en las secciones anteriores.

Otros servicios de transporte	al 31 de marzo de 2017	al 31 de marzo de 2016	Variación
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
Ingresos de actividades ordinarias	26,0	27,5	(1,5)
Costo de ventas	(23,4)	(33,3)	9,9
Ganancia bruta	2,6	(5,8)	8,4
Gasto de administración	(2,5)	(2,5)	-
Otros gastos e ingresos operacionales	0,5	0,5	-
Resultado Operacional	0,6	(7,8)	8,4
Gastos financieros netos	0,1	-	0,1
Participación asociadas y negocios conjuntos	-	-	-
Diferencia de cambio y otros no operacionales	-	(0,1)	0,1
Gasto por impuesto a las ganancias	0,1	1,5	(1,4)
Resultados después de impuestos operaciones continuadas	0,8	(6,4)	7,2
Resultados después de impuestos operaciones descontinuadas	-	0,6	(0,6)
Participaciones no controladoras	-	(0,3)	0,3
Resultado atribuible a la controladora	0,8	(6,1)	6,9

Los otros servicios de transporte presentan al primer trimestre de 2017 una utilidad de MMUS\$ 0,8, lo que representa un mejor resultado de MMUS\$ 6,9 respecto del mismo periodo del año anterior, explicado principalmente por un mayor margen bruto por MMUS\$ 8,4, que se compone de una disminución en los Ingresos de actividades ordinarias por MMUS\$ 1,5 y una disminución en el Costo de ventas por MMUS\$ 9,9, ambas variaciones acordes a lo explicado en la sección b) anterior. Adicional a esto, el Gasto por impuesto a las ganancias presenta una variación de MMUS\$ 1,4 de mayor costo, principalmente explicado por efecto en el resultado tributable de la mejora en el margen antes descrita y por la actualización del activo por impuestos diferidos.

2. Situación de Mercado

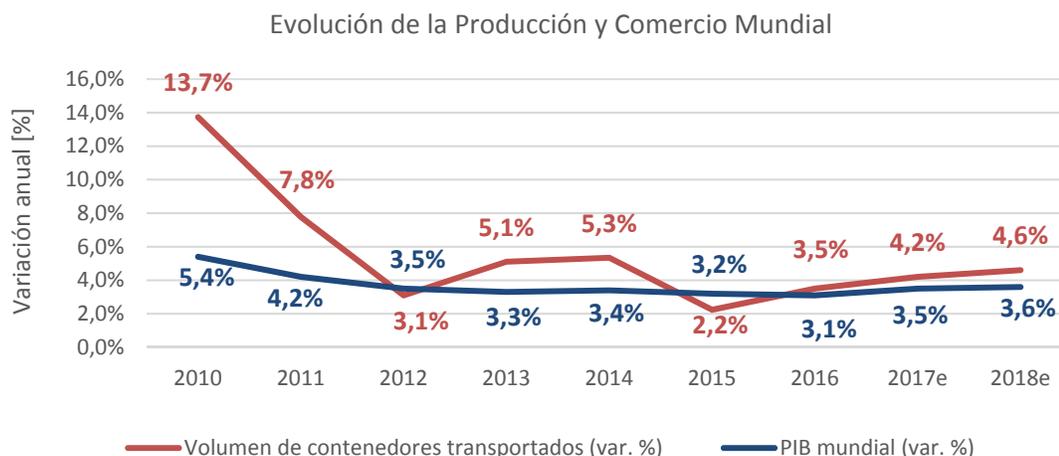
a) Segmento Portacontenedores

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

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

- **Debilidad de la economía mundial.**

En los últimos años se ha observado un menor crecimiento del PIB mundial que a principios de la década, así como también un menor crecimiento de los volúmenes transportados de contenedores, tal como se muestra en el gráfico presentado a continuación. Durante el 2016 se registró un crecimiento del PIB mundial de un 3,1%, el nivel más bajo alcanzado durante los últimos años. Sin embargo, las proyecciones de crecimiento del PIB mundial, acorde al FMI, se estiman al alza para 2017 alcanzando un 3,5% y estabilizándose en un 3,6% para 2018. Lo anterior, se explica tanto por un repunte de la actividad económica de las economías emergentes, principalmente en Asia y Latinoamérica, como en las economías desarrolladas, en donde destaca la mejora en las perspectivas para EE.UU. De manera consistente con lo anterior, para el 2017 y 2018 se estima un crecimiento de la demanda de transporte de contenedores de 4,2% y 4,6% respectivamente, asociado al mayor dinamismo de la economía mundial como también a una mayor actividad comercial.



Fuente: Fondo Monetario Internacional - Perspectivas de la Economía Mundial Abr-17, Clarkson Research May-17.

Dentro de las mejoras en las proyecciones de la economía internacional antes descritas, se destaca el alza de los pronósticos de crecimiento de China para 2017 y 2018, respecto a las estimaciones del FMI de principios de año. Asimismo, entre las economías avanzadas, destaca el alza en las proyecciones de crecimiento de Estados Unidos a razón de un posible escenario de mayor distensión de la política fiscal. Sin embargo, aún existe cierta incertidumbre asociada a los efectos políticos y económicos del nuevo gobierno estadounidense, como también a otros procesos políticos actualmente en desarrollo en el escenario internacional, aunque ahora con menos incertidumbre respecto a las elecciones en Francia y Holanda, donde los votantes han finalmente apoyado la continuidad.

- **Sobreoferta de espacio.**

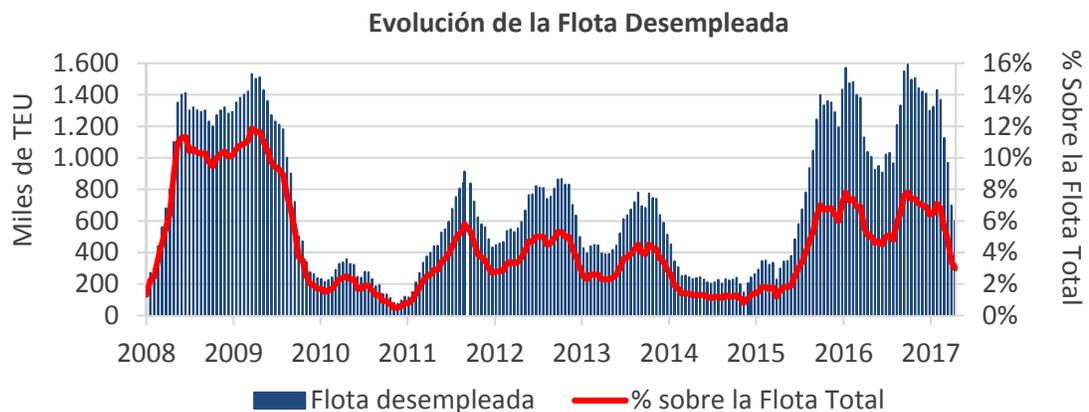
La sobreoferta en la capacidad instalada de la industria portacontenedores se generó a partir de la crisis de 2008-2009 y sigue teniendo impactos significativos en los mercados y en los operadores navieros. Desde entonces, la mayoría de las principales compañías navieras del mundo han tomado una serie de medidas muy relevantes para mejorar la condición de equilibrio entre oferta y demanda. Entre algunas de estas medidas se encuentran el cierre y reestructuración de servicios de transporte, la suspensión de viajes, la detención de parte de su flota, la reducción en la velocidad de navegación de los buques 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.

Siguiendo esta línea de mayor racionalidad, las órdenes de construcción están hoy relacionadas mayoritariamente a operadores navieros o a contratos de arrendamiento de muy largo plazo con dichos operadores y no, como ocurría hasta hace años recientes, principalmente a inversionistas y armadores navieros no operadores. Producto de ello, estas órdenes están hoy asociadas a un plan de crecimiento ordenado y en coordinación con los acuerdos de operación conjunta y alianzas globales en que dichas navieras operan.

Al 31 de marzo de 2017 las naves en construcción alcanzan al 14,1% de la flota mundial en operación, según datos de Alphaliner, lo que representa un mínimo histórico. Esto es un reflejo de los esfuerzos de racionalización del crecimiento de la industria, que se traduce en que la generación de nuevas órdenes de construcción estimadas para el 2017 haya disminuido drásticamente respecto a años anteriores, y se encuentre hoy en niveles históricamente bajos.

Otro efecto relevante de destacar es la apertura de la ampliación del canal de Panamá, la cual se materializó en el mes de julio de 2016, que tuvo un efecto muy significativo en el aumento de los niveles de desguace de naves en 2016, que alcanzaron niveles históricos, principalmente en el segmento Panamax, el cual corresponde a aquellas naves del máximo tamaño que podía circular por el antiguo canal. Este evento sigue teniendo un impacto relevante en los altos niveles de desguace observados durante los primeros meses de este año, en conjunto con el ingreso de nuevas naves de gran tamaño que han ido reemplazando a naves más pequeñas y de menor eficiencia en combustible.

Si bien estos esfuerzos han llevado a las compañías navieras a una mayor racionalización del uso de sus activos, en donde actualmente las órdenes de construcción se han estabilizado en niveles más razonables, el menor dinamismo de la demanda por transporte observado durante los últimos años ha seguido provocando una sobreoferta de capacidad, aun cuando en 2016 se comenzó a reducir por primera vez en años, al presentar la demanda un crecimiento mayor a la oferta. Un indicador de este fenómeno, además de las bajas tarifas de flete y volatilidad en éstas, es la flota detenida, la cual alcanzó durante 2016 sus niveles más altos desde los observados durante la crisis de 2009. A fines del primer trimestre de 2017, se ha observado una reducción en los niveles de flota detenida debido a los altos niveles de desguace observados, como también al retorno a operación de parte de esta flota ad-ports del despliegue de la nueva configuración de servicios de las alianzas globales, que iniciarán sus operaciones en el mes de abril de 2017.



Fuente: Alphaliner- Reporte Mensual Mar-17

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

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

Las tarifas de flete, deducido el costo de combustible correspondiente (tarifas ex-bunker), para la mayoría de los tráficos continúan muy por debajo de los niveles históricos y bastante por debajo del nivel que la industria podría considerar hoy como un equilibrio sostenible. Sin embargo, durante el primer trimestre de 2017 el índice SCFI ha subido de forma significativa en comparación al observado a inicios del 2016, en donde registró su nivel más bajo de los últimos años. A pesar de lo anterior, las tarifas en otros tráficos han presentado evoluciones negativas en los últimos meses y, en general, aún se mantiene una alta volatilidad en las tarifas promedio, si aún recuperar los niveles observados en periodos anteriores.

Lo anterior, sumado a una baja utilización de la capacidad instalada en la mayoría de los tráficos, producto de la sobreoferta, ha provocado bajos márgenes que han afectado significativamente la rentabilidad de la industria. Hanjin Shipping, la séptima naviera mundial por capacidad de arrastre, no pudo resistir más esta condición, viéndose obligada a declarar su quiebra y suspender por completo sus servicios durante el tercer trimestre de 2016. Esta quiebra generó una disrupción mayor en la cadena logística mundial dado el tamaño de Hanjin, con efectos significativos en la reorganización de servicios de la industria y en la flota detenida.

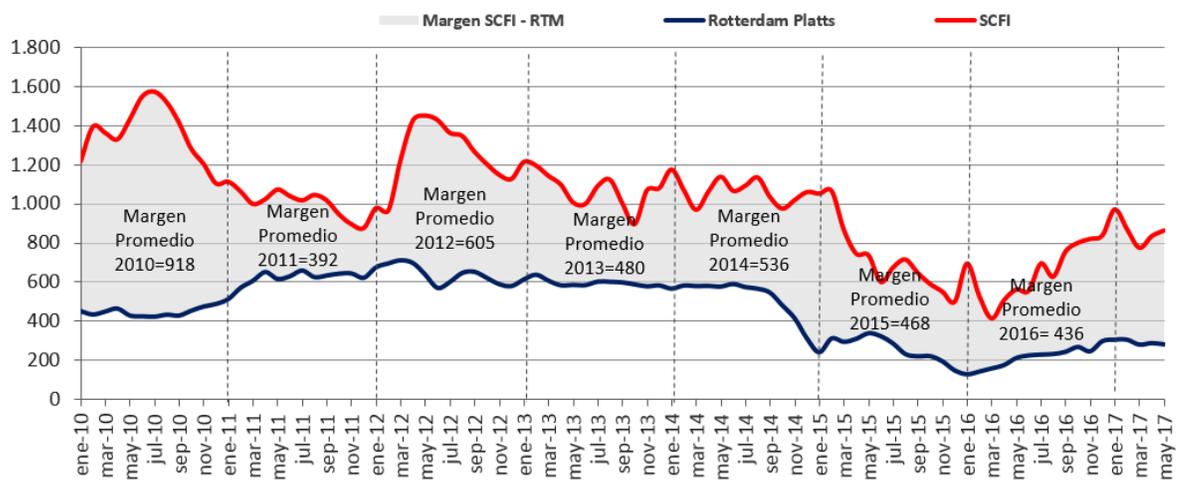
- **Alta volatilidad en el precio del combustible.**

El combustible es uno de los principales insumos de la industria. Hasta finales de 2014 se mantuvo en niveles muy altos mostrando desde entonces una caída significativa seguida de un repunte moderado durante 2016, al igual que ha ocurrido con otros *commodities*. Durante el primer trimestre de 2017, el precio del combustible se ha estabilizado, pero con una leve tendencia al alza, aunque todavía en niveles más bajos que los promedios observados en años anteriores a 2016.

A pesar de lo anterior, la industria continúa avanzando 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, como también en mejorar la eficiencia en el consumo de combustible. Los principales operadores del mundo han impulsado en los últimos años planes de inversión en naves portacontenedores que buscan conjuntamente renovar su flota y adecuarse de mejor manera a los nuevos paradigmas de operación enfocados a aumentar la eficiencia, las economías de escala, y la reducción el consumo de combustible, como también de dotarse de naves adecuadas a las nuevas características del canal de Panamá.

Actualmente, podría decirse que el proceso de cambio tecnológico anteriormente descrito está mayormente realizado, con todos los grandes operadores y alianzas globales operando una porción muy 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, explicado en los puntos anteriores.

Evolución Margen SCFI-RTM



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

** Shanghai Containerized Freight Index.

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

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

En la actualidad, aun cuando existe un número importante de participantes dentro de la industria naviera portacontenedores, especialmente en el segmento de compañías de menor tamaño, se observa una creciente evolución hacia la consolidación. A la fusión del negocio portacontenedores de CSAV con Hapag-Lloyd, ocurrida a finales de 2014, se han sumado en los últimos años la adquisición de CCNI por Hamburg Süd, la fusión de COSCO con China Shipping, la adquisición de APL por CMA CGM, el anuncio de la fusión de las tres principales compañías navieras japonesas (K-Line, NYK y MOL) en una sola entidad, y la compra de Hamburg Süd por parte de Maersk anunciada a fines de 2016. Adicionalmente, a mediados de julio de 2016 HLAG comunicó al mercado la firma de un acuerdo de combinación de negocios (fusión) con la naviera árabe United Arab Shipping Company (UASC), que la posicionará nuevamente dentro de las cinco navieras más grandes a nivel mundial en términos de capacidad de arrastre, y se espera generará sinergias anuales del orden de los US\$ 435 millones.

Por otra parte, y como fue mencionado anteriormente, durante el tercer trimestre de 2016, Hanjin Shipping – la séptima compañía de transporte de contenedores medida en capacidad de arrastre a esa fecha – declaró su quiebra y el cese de sus servicios. Esta quiebra corresponde a la más grande que ha enfrentado la industria portacontenedores en toda su historia.

Luego de la materialización de todas estas transacciones y de la quiebra de Hanjin, se puede estimar que los diez principales operadores del mundo concentrarían cerca del 78% de la capacidad instalada, mientras que los primeros cinco mantendrían sobre el 58%. Por otra parte, los mayores cinco operadores alcanzarán niveles de economías de escala y tamaño muy superiores a los de los siguientes operadores, con el consiguiente efecto en sus costos y en el

alcance de su red de servicios, poniendo mayor presión a estos últimos por buscar asociaciones que les permitan reducir sus costos y expandir su cobertura comercial.

Del mismo modo, durante los últimos años las compañías navieras han aumentado los acuerdos de operaciones conjuntas y alianzas operacionales con el fin de mejorar los niveles de servicio a sus clientes ampliando la cobertura geográfica de sus servicios, obteniendo a la vez economías de escala y economías de red muy significativas. Estos esfuerzos han sido enormemente relevantes y han permitido la formación de importantes alianzas operacionales globales.

Durante el 2016, se anunció una nueva estructura de alianzas navieras globales que implicó la reorganización de varios participantes de la industria. Éstas iniciarán sus operaciones en el mes de abril del presente año. Los principales cambios corresponden a la disolución de las alianzas Ocean Three, G6 y CKYHE, para dar forma a dos nuevas alianzas, Ocean Alliance y THE Alliance, esta última integrada por HLAG, además de la alianza 2M que mantendría su estructura de operación actual, pero incorporando a HMM como comprador de espacio. Estas tres nuevas alianzas operacionales concentrarán en promedio cerca del 90% de la capacidad de transporte en los principales tráficos de largo alcance Este-Oeste de la industria.

En resumen, la industria portacontenedores sigue presentando un desafiante escenario para todos sus participantes. La lenta y aun volátil tendencia de recuperación de las tarifas en el primer trimestre de 2017, luego de su significativa caída a inicios de 2016, acompañada de la mejora en los indicadores de flota y desbalance en la industria vistos en los últimos meses, da señales de mejores perspectivas hacia adelante, pero no ha sido aún suficiente para compensar los mayores costos de combustible y el incremento en los costos de arriendo de naves, manteniéndose aún una gran parte de los operadores de la industria con pérdidas operacionales significativas en el primer trimestre de 2017. Aun así, la industria continúa adecuadamente enfocada en el nuevo paradigma asociado a la optimización de los costos operacionales y a una operación colaborativa a través de las alianzas y acuerdos de operación conjunta, con además una creciente y muy dinámica evolución hacia la consolidación.

b) Segmento Otros Servicios de Transporte

Los distintos rubros de transporte naviero que operó CSAV de forma directa durante el primer trimestre de 2017, como son el transporte de vehículos y su operación logística y de *freight forwarder*, a través de Norgistics, también se han visto afectados por la menor demanda mundial por transporte, exceso de oferta y volatilidad en el precio del combustible.

El negocio de transporte de vehículos a nivel global ha enfrentado también volatilidad en la demanda a partir de la crisis financiera de 2008-2009. La demanda mundial por transporte de vehículos está estrechamente vinculada a la situación económica de los distintos mercados de importación y a los cambios en los países productores. El menor dinamismo de la economía mundial se ha mantenido

durante el primer trimestre de 2017, aunque con mejores perspectivas proyectadas, afectando la producción, el crecimiento de las exportaciones de vehículos y la demanda por transporte a nivel global.

CSAV transporta vehículos principalmente desde Asia, Europa y Estados Unidos hacia los mercados de la costa oeste de Sudamérica, siendo Chile y Perú los de mayor volumen. Estos últimos mercados han estado negativamente afectados desde 2014 por un menor dinamismo económico y por las también negativas expectativas de los consumidores respecto a las condiciones económicas imperantes, con un efecto muy significativo en la importación y venta de vehículos.

En Chile, durante el primer trimestre de 2017 las ventas totales de vehículos livianos nuevos registraron un aumento de un 15,2% en comparación a igual periodo de 2017 (fuente: ANAC), recuperando con ello una parte de las ventas perdidas en los años anteriores. A modo de referencia, considerando el aumento antes señalado, las ventas de vehículos livianos en el primer trimestre de 2017 son aún un 11% menores a aquellas del mismo período de 2013. En esta misma línea, las ventas de vehículos pesados y maquinaria comenzaron a mostrar durante este trimestre una recuperación respecto a aquellas del mismo período de 2016, estando aún más de un 43% por debajo del *peak* registrado en el primer trimestre de 2012. Aunque todavía es prematuro, y sujeto a cierta volatilidad dado el desempeño de la economía local e internacional, el crecimiento en las ventas de vehículos livianos observado con claridad en 2016 y el crecimiento en los vehículos pesados observado recientemente estarían señalando un cambio positivo en la tendencia observada desde 2014 en las importaciones totales de vehículos en Chile.

El negocio de operación logística y *freight forwarder* operado por Norgistics está estrechamente relacionado a la evolución de la actividad en el negocio de transporte de contenedores y a sus tarifas de flete, dado que en general se cobra una fracción de la tarifa por el servicio. Durante el primer trimestre de 2017, la situación de los mercados en las costas este y oeste de Sudamérica, principales mercados para Norgistics en este negocio, han mantenido una evolución desfavorable producto del menor desempeño de las economías de esta región que han impactado los volúmenes de importaciones y exportaciones, junto a una disminución en las tarifas de flete promedio.

3. Análisis del Flujo de Efectivo

	Al 31 de marzo de 2017	Al 31 de marzo de 2016	Variación
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
Flujo procedente de actividades de operación	(2,2)	(12,5)	10,3
Flujos operacionales	(2,2)	(12,1)	9,9
Impuestos y otros	0,0	(0,4)	0,4
Flujo procedente de actividades de inversión	0,2	0,1	0,1
Intereses recibidos	0,2	0,0	0,2
Dividendos recibidos y otros	0,0	0,1	(0,1)
Flujo procedente de actividades de financiamiento	(0,8)	(0,7)	(0,1)
Pago de intereses	(0,8)	(0,7)	(0,1)
Efecto de variación por tipo de cambio	0,0	0,0	0,0
Flujo de efectivo y equivalentes al efectivo	(2,8)	(13,1)	10,3

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

La variación neta de la cuenta **Efectivo y equivalentes al efectivo**, entre el 31 de diciembre de 2016 y el 31 de marzo de 2017, fue negativa en MMUS\$ 2,8, lo que representa una mejora de MMUS\$ 10,3 respecto al mismo período del año anterior.

El **Flujo procedente de actividades de operación** fue negativo en MMUS\$ 2,2 durante el primer trimestre de 2017, lo que representa una mejora de MMUS\$ 10,3 respecto al mismo período del año anterior. El flujo acumulado se explica principalmente por una disminución de las provisiones asociadas a los costos derivados de las investigaciones de las autoridades de libre competencia en el negocio de transporte de vehículos, contratos onerosos y a gastos de administración que implican una disminución en el flujo por MMUS\$ 3,4, y por un mayor flujo de ingresos por mejoras en el capital de trabajo neto por MMUS\$ 1,3, principalmente proveniente de disminuciones en inventarios y cuentas por cobrar.

El **Flujo procedente de actividades de inversión** fue positivo en MMUS\$ 0,2 al 31 de marzo de 2017, presentando una leve alza de MMUS\$ 0,1 respecto al mismo período del año anterior. El flujo acumulado se explica principalmente por pagos de intereses ganados por depósitos a plazo mantenidos por la compañía.

El **Flujo procedente por actividades de financiamiento** fue negativo en MMUS\$ 0,8 al 31 de marzo de 2017, lo que representa una leve alza de MMUS\$ 0,1 respecto al mismo período del año anterior. El flujo acumulado se explica principalmente por el pago de intereses asociados a financiamientos del segmento portacontenedores durante el primer trimestre de 2017.

4. Análisis de los Riesgos de Mercado

Como ha sido mencionado en informes previos y en la Nota 5 de los presentes Estados Financieros Intermedios Consolidados, la inversión que CSAV mantiene en HLAG es hoy su principal activo (82,0% del total de activos al 31 de marzo de 2017), 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, como a la vez, 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 administra y controla sus riesgos en forma autónoma y de acuerdo a los estándares de una sociedad abierta y regulada en Alemania.

Por otro lado, los principales riesgos que enfrenta la Compañía en el desarrollo de sus negocios de operación directa (segmento de otros servicios de transporte) provienen principalmente de una disminución en la demanda por transporte marítimo, de un aumento en la oferta de espacio o capacidad de transporte, de una caída en las tarifas y de un aumento en el precio del petróleo. Otros riesgos que pueden afectar a la industria son el aumento de la competencia por volumen, riesgos de obsolescencia de activos, riesgos medioambientales y cambios en la regulación.

Respecto a la demanda, el principal riesgo proviene de la situación económica mundial y el impacto de una desaceleración global. Las estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) de marzo de 2017 proyectan una positiva evolución del producto interno bruto mundial para los próximos años, estimándose un crecimiento de un 3,5% para 2017, una mejora de un punto respecto a estimaciones previas, por lo que en términos de demanda no se proyectan cambios importantes en el corto plazo; adicionalmente, para Sudamérica se proyecta una mejora en su bajo crecimiento actual. Por otra parte, el FMI proyecta que el comercio mundial (productos y servicios) crecerá un 3,8% en 2017 versus un 2,2% en 2016, lo que parece confirmar un mejor escenario de crecimiento en volúmenes transportados para el próximo año.

Respecto a la oferta, existe el riesgo de que las nuevas construcciones de naves provoquen que la oferta de transporte marítimo sobrepase la demanda futura, aumentando el desbalance entre oferta y demanda y la presión sobre las tarifas de flete, aunque hoy el inventario de naves en construcción está en niveles históricamente bajos, y no se han visto órdenes significativas de nuevas naves en los últimos meses.

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”).

Adicionalmente, el precio del combustible ha mostrado una disminución muy importante desde el tercer trimestre de 2014, sin embargo, éste sigue presentando volatilidad y no existe certeza de su evolución futura. De forma de mitigar este riesgo, una parte de las ventas de flete para el transporte de vehículos se reajustan con la variación del precio del combustible, y para aquellas ventas a precio fijo o porciones no cubiertas por dicho ajuste, se contratan coberturas de precio de combustible descritas con mayor detalle en la Nota 5 de los presentes Estados Financieros Intermedios Consolidados.

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

Respecto al riesgo de variabilidad del tipo de cambio, la Compañía tiene la mayor parte de sus ingresos y costos operacionales en dólares estadounidenses. Al 31 de marzo de 2017 existen ciertos activos y pasivos en otras monedas cuales se detallan en la Nota 33 de los presentes Estados Financieros Intermedios Consolidados. Al 31 de marzo de 2017 CSAV no mantiene coberturas de tipo de cambio, y gestiona el riesgo de variación de tipo de cambio sobre el capital de trabajo convirtiendo periódicamente a dólares estadounidenses cualquier saldo en moneda local que exceda las necesidades de pago en esa moneda.

5. Índices Financieros

En esta sección se presentan los principales indicadores financieros de CSAV al 31 de marzo de 2017. Para su mejor análisis y comprensión se detalla para cada uno de éstos su fórmula de cálculo respectiva, la que hace referencia al concepto o rubro de los Estados Financieros Intermedios Consolidados del cual se obtienen las cifras para su cálculo. Es importante señalar que las variaciones de las cuentas y rubros de los Estados Financieros Intermedios Consolidados, que se detallan en la sección 1. a), sección 1b) y sección 3 de esta nota, son un elemento fundamental para entender el análisis y evolución de estos índices, así como para las explicaciones de sus variaciones, por lo que deben considerarse parte integral de la información necesaria para entender el contenido de esta sección. De igual manera, cuando existen variaciones específicas que impactan de forma significativa a alguno de éstos índices, éstas se explican de forma adicional en esta sección.

a) Índice de Liquidez

Índices de Liquidez		al 31 de marzo de 2017	al 31 de diciembre de 2016
Liquidez Corriente	= $\frac{\text{Activos Corrientes}}{\text{Pasivos Corrientes}}$	1,491	1,521
Razón Ácida	= $\frac{\text{Efectivo y equivalentes al Efectivo}}{\text{Pasivos Corrientes}}$	0,975	0,987

- Liquidez Corriente:** Este índice disminuye levemente respecto a diciembre de 2016 debido principalmente a una menor disponibilidad de activos corrientes (MMUS\$ 5,0) que se explica principalmente por una disminución en las cuentas Efectivo y equivalentes al efectivo, Deudores comerciales e Inventarios producto de las menores ventas y menor volumen transportado en el negocio de transporte de vehículos en comparación al ejercicio anterior, compensado parcialmente por una disminución de los pasivos corrientes (MMUS\$ 2,2), ambos efecto explicados con mayor profundidad en la sección 1 a) del presente informe.
- Razón Ácida:** Este índice se reduce levemente respecto a diciembre de 2016, debido a una disminución del Efectivo y equivalente al efectivo (MMUS\$ 2,8), explicado principalmente por un flujo de actividades de operación negativo en el primer trimestre de MMUS\$ 2,2, compensado en parte por una disminución de los pasivos corrientes (MMUS\$ 2,2), principalmente asociada a una disminución en las provisiones corrientes (MMUS\$ 4,2) neta de un aumento neto en las cuentas por pagar y otros pasivos corrientes (MM US\$ 2,0). Lo anterior, explicado con mayor detalle en la sección 1 a) del presente informe.

b) Índice de Endeudamiento

Índices de Endeudamiento		al 31 de marzo de 2017	al 31 de diciembre de 2016	
Endeudamiento	=	$\frac{\text{Pasivos Totales}}{\text{Patrimonio}}$	0,080	0,081
Endeudamiento de Corto Plazo	=	$\frac{\text{Pasivos Corrientes}}{\text{Pasivos Totales}}$	0,336	0,342
Endeudamiento de Largo Plazo	=	$\frac{\text{Pasivos No Corrientes}}{\text{Pasivos Totales}}$	0,664	0,658
Cobertura Gastos Financieros	=	$\frac{\text{Resultado antes de Impuestos e Intereses}}{\text{Costos Financieros}}$	-13,723	0,083

- Endeudamiento:** Este índice se mantiene estable, disminuyendo levemente en relación a diciembre de 2016, en mayor medida por una disminución de los Pasivos Totales (MMUS\$ 3,5 / -2% var.), asociada a una disminución tanto de los pasivos corrientes como de los pasivos no corrientes, principalmente por una disminución en el saldo de provisiones; esto, acorde a lo explicado con mayor detalle en la sección 1 a) del presente informe. Lo anterior, se compensa parcialmente por una disminución del patrimonio (MMUS\$ 21,8 / -1% var.), producto de las pérdidas del período netas de una utilidad de menor cuantía en los resultados integrales.
- Endeudamiento de Corto Plazo:** Este índice disminuye respecto a diciembre de 2016, debido a la disminución de los pasivos corrientes (MMUS\$ 2,2 / -4% var.) principalmente asociada a una disminución en las provisiones corrientes (MMUS\$ 4,2) neta de un aumento neto en las cuentas por pagar y otros pasivos corrientes (MM US\$ 2,0), explicada en más detalle en la sección 1 a) del presente informe. El efecto anterior se ve compensado parcialmente en el indicador por una disminución de los pasivos totales (MMUS\$ 3,5 / -2% var.), asociada a una disminución tanto de los pasivos corrientes como de los pasivos no corrientes, principalmente por una disminución en el saldo de provisiones; lo anterior, acorde a lo explicado con mayor detalle en la sección 1 a) del presente informe.
- Endeudamiento de Largo Plazo:** Este índice aumenta levemente respecto a diciembre de 2016 debido a la disminución de los pasivos totales (MMUS\$ 3,5 / -2% var.) asociada a una disminución tanto de los pasivos corrientes como de los pasivos no corrientes, principalmente por una disminución en el saldo de provisiones; lo anterior, acorde a lo explicado con mayor detalle en la sección 1 a) del presente informe. Este efecto se ve compensado parcialmente por la disminución de los pasivos no corrientes (MMUS\$ 1,3 / -1% var.) asociada a menores cuentas por pagar no corrientes, en línea con lo señalado en la misma sección 1 a) antes referida.
- Cobertura de Gastos Financieros:** Este índice disminuye en relación a diciembre de 2016, tornándose negativo, debido al registro de pérdidas asociadas al resultado antes de

impuestos e intereses en el primer trimestre de 2017 de MMUS\$ 15,5 en comparación a la utilidad de MMUS\$ 0,3 del ejercicio 2016 (disminución de MMUS\$ 15,8 / -4.613% var.), y por menores costos financieros (MMUS\$ 3,0 / -73% var.) en el trimestre respecto a los del ejercicio 2016.

c) Índice de Rentabilidad

Índices de Rentabilidad		al 31 de marzo de 2017	al 31 de diciembre de 2016
Rentabilidad del Patrimonio	= $\frac{\text{Resultado Controladora}}{\text{Patrimonio Promedio}}$	-0,0110	-0,0115
Rentabilidad del Activo	= $\frac{\text{Resultado Controladora}}{\text{Activos Promedio}}$	-0,0102	-0,0106
Rendimiento Activos Operacionales	= $\frac{\text{Resultado de Actividades Operacionales}}{\text{Activos Operacionales Promedio (*)}}$	-0,0001	0,0037
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	= $\frac{\text{Resultado Controladora}}{\text{Número de Acciones}}$	-0,0007	-0,0008
Valor Bursátil de la Acción (en pesos chilenos)		24,1	17,5

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

- Rentabilidad del Patrimonio:** El indicador aumenta levemente en comparación con el observado a diciembre de 2016, debido a un mejor resultado debido al registro de pérdidas atribuibles a los controladores por MMUS\$ 22,1 durante el presente trimestre en comparación las pérdidas de MMUS\$ 23,3 del ejercicio 2016 (MMUS\$ 1,2 / -5% var.), y por un menor patrimonio promedio (MMUS\$ 27,7 / -1%) asociado a la disminución patrimonial que dichos resultados generaron en el período.
- Rentabilidad del Activo:** Este índice aumenta levemente en relación a diciembre de 2016, debido a un mejor resultado debido al registro de pérdidas atribuibles a los controladores por MMUS\$ 22,1 durante el presente trimestre en comparación las pérdidas de MMUS\$ 23,3 del ejercicio 2016 (MMUS\$ 1,2 / -5% var.), compensado parcialmente con un menor activo promedio (MMUS\$ 27,8 / -1% var.), principalmente asociado con la disminución en el valor del activo por la inversión en asociadas y negocios conjuntos (HLAG).
- Rendimiento Activos Operacionales:** El índice disminuye en relación a diciembre de 2016, debido de la pérdida registrada en el Resultado de actividades operacionales de MMUS\$ 0,2 en comparación con la utilidad registrada a diciembre de 2016 de MMUS\$ 7,1 (MMUS\$

7,3 / -103% var.) tornándose negativo, y a menores activos operacionales promedio (MMUS\$ 20,4 / -1% var.), principalmente asociado a una disminución en el valor de la inversión en asociadas y negocios conjuntos (HLAG).

- **Retorno de Dividendos:** Este índice se mantiene constante y en cero, producto que no se han entregado dividendos durante los ejercicios 2016 y 2017.
- **Resultado por Acción:** La utilidad por acción respecto a diciembre de 2016 aumenta producto de un mejor resultado considerando el registro de pérdidas atribuibles a los controladores por MMUS\$ 22,1 durante el presente trimestre de 2017 en comparación a las pérdidas de MMUS\$ 23,3 del ejercicio 2016 (MMUS\$ 1,2 / -5% var.), en línea con lo señalado en la sección 1 b) del presente informe. El número de acciones se ha mantenido sin variación.
- **Valor bursátil de la acción:** El valor de la acción de CSAV aumenta un 38% relación a diciembre de 2016, acorde a la evolución que ha mostrado la acción de HLAG (activo subyacente) en el período, observando una tendencia similar al alza en otras compañías navieras globales cotizadas en bolsa.

d) Índice de Actividad

Índices de Actividad		al 31 de marzo de 2017	al 31 de diciembre de 2016
Rotación de Inventario	= $\frac{\text{Costo de Combustible}}{\text{Inventario Promedio}}$	5,372	4,643
Permanencia de Inventarios	= $\frac{\text{Inventario Promedio} * 360}{\text{Costo de Combustible}}$	67,010	77,538

- **Rotación de Inventario:** Este indicador, respecto al observado al 31 de diciembre de 2016, presenta un aumento producto de un menor inventario promedio (MMUS\$ 0,3 / -11% var.), principalmente asociado a menores saldos de toneladas de combustible en los buques operados y a un menor precio, en línea con lo explicado en la sección 1 a) de este informe. A la vez, impacta en su variación el aumento del costo de combustible (MMUS\$ 0,5 / 3% var.) en el período, principalmente asociado a un aumento de precio en el insumo.
- **Permanencia de Inventario:** Este índice disminuye producto de un menor inventario promedio (MMUS\$ 0,3 / -11% var.), principalmente asociado a menores saldos de toneladas de combustible en los buques operados y a un menor precio, en línea con lo explicado en la sección 1 a) de este informe. También provoca su disminución, el aumento del costo de combustible (MMUS\$ 0,5 / 3% var.) en el período, principalmente asociado a un aumento de precio en el insumo.