

## ANÁLISIS RAZONADO

En base a los Estados Financieros Intermedios Consolidados  
al 30 de septiembre de 2017

COMPAÑÍA SUD AMERICANA DE VAPORES S.A. Y SUBSIDIARIAS



## INDICE DE CONTENIDO

<b>1. Análisis de la Situación Financiera .....</b>	<b>2</b>
a) Estado de Situación Financiera .....	2
b) Estado de Resultados .....	6
c) Resultado Operacional por Segmento.....	9
<b>2. Situación de Mercado .....</b>	<b>12</b>
a) Segmento Portacontenedores .....	12
b) Segmento Otros Servicios de Transporte.....	18
<b>3. Análisis del Flujo de Efectivo .....</b>	<b>19</b>
<b>4. Análisis de los Riesgos de Mercado .....</b>	<b>21</b>
<b>5. Índices Financieros .....</b>	<b>23</b>
a) Índice de Liquidez.....	23
b) Índice de Endeudamiento .....	23
b) Índice de Rentabilidad .....	24
d) Índice de Actividad.....	25

## 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 2017	al 31 de diciembre de 2016	Variación
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
Activos corrientes	75,3	84,2	(8,9)
Activos no corrientes	1.892,3	2.084,0	(191,7)
<b>Total activos</b>	<b>1.967,6</b>	<b>2.168,2</b>	<b>(200,6)</b>

PASIVOS Y PATRIMONIO	al 30 de septiembre de 2017	al 31 de diciembre de 2016	Variación
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
Pasivos corrientes totales	48,8	55,3	(6,5)
Pasivos no corrientes	103,8	106,4	(2,6)
Patrimonio controladora	1.815,0	2.006,5	(191,5)
<b>Total pasivos y patrimonio</b>	<b>1.967,6</b>	<b>2.168,2</b>	<b>(200,6)</b>

Al 30 de septiembre de 2017, los activos totales disminuyeron en MMUS\$ 200,6 con respecto a los existentes al 31 de diciembre de 2016. Esta variación se explica por la disminución de MMUS\$ 191,7, en los activos no corrientes y una disminución de MMUS\$ 8,9, en los activos corrientes, lo que se explica a continuación.

La disminución de MMUS\$ 8,9 en los activos corrientes se explica principalmente por una disminución en las cuentas Efectivo y equivalentes al efectivo y en menor medida por una disminución de Inventarios, compensados en parte por un aumento de los Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, dado el aumento en las ventas durante el tercer trimestre de 2017. Lo anterior es consistente con la estacionalidad que se observa regularmente entre los dos semestres del año.

Por otra parte, la disminución de MMUS\$ 191,7 en los activos no corrientes se explica principalmente por una disminución de MMUS\$ 152,6 en la cuenta de Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación, y por una disminución de MMUS\$ 38,2 en la cuenta de Activos por impuestos diferidos.

La variación en la cuenta Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación al tercer trimestre de 2017 se explica principalmente por la pérdida por dilución en el valor de la inversión en Hapag-Lloyd AG (en adelante HLAG) de MMUS\$ 167,2 registrada durante el segundo trimestre de 2017, compensada por la utilidad acumulada registrada como resultado de la participación de CSAV en el resultado de HLAG, incorporando el efecto de amortización de PPA (*Purchase Price Allocation*), así como también por la utilidad registrada por su participación en los otros resultados integrales que afectan el patrimonio de HLAG.

La pérdida por dilución y la disminución de la participación de CSAV en HLAG durante el segundo trimestre de 2017 se debió al de cierre de la fusión de negocios entre HLAG y United Arab Shipping Company (en adelante UASC) el 24 de mayo de 2017, convirtiéndose así en la quinta naviera portacontenedores más grande del mundo, estimando la administración de HLAG que esta fusión generará sinergias anuales de MMUS\$ 435, una parte de las cuales se verá reflejada ya en 2017, llegando al cien por ciento en el año 2019.

Con el cierre de la transacción, Hapag-Lloyd adquirió el 100% de las acciones de UASC, mientras que los accionistas de UASC ingresaron a la propiedad de la naviera alemana recibiendo, en su conjunto, acciones por un 28% de la empresa combinada. Por lo anterior, los anteriores accionistas de Hapag-Lloyd vieron reducida su participación en la empresa. Por su parte, CSAV se mantuvo como el principal accionista de HLAG, manteniendo el pacto de accionistas vigente con la Ciudad de Hamburgo y Kühne Maritime, y de esta forma, el control conjunto de HLAG con un 51,5% de participación post-fusión.

En consideración a las significativas sinergias que esta fusión generará para Hapag-Lloyd, estimadas, como ya fue señalado, en MMUS\$ 435 anuales, principalmente asociadas a mayores eficiencias y economías de escala en su flota y red de servicios (*network*), sumadas una mayor globalización y diversificación de sus rutas y al consecuente del aumento en los volúmenes transportados, entre otros, la combinación de negocios con UASC se presenta como una operación de alto valor económico para la Compañía. El efecto de la flota aportada por UASC y las sinergias sobre la estructura de costos de HLAG, le permitirá a ésta mejorar ostensiblemente su costo por contenedor transportado, y con ello, su desempeño relativo respecto a sus principales competidores. Lo anterior es especialmente importante en los principales tráficos Este-Oeste (hacia y desde Asia), en donde el nuevo tamaño de flota de HLAG le permitirá competir exitosamente con las mayores navieras mundiales en el segmento de buques de gran tamaño, en el que la compañía no participaba con flota propia hasta antes de la fusión.

En atención a lo anteriormente descrito, la pérdida por dilución de MMUS\$ 167,2 al cierre de la fusión no se produce por un detrimento en el valor económico de la inversión de CSAV en HLAG, sino que producto de las metodologías de registro contable y de valorización definidas en la norma contable *IFRS* bajo NIIF N°3 y NIIF N°13. En éstas se define que los activos adquiridos en una combinación de negocios deben identificarse uno a uno y registrarse a su valor razonable, pero excluye de esta valorización a las sinergias adquiridas en una fusión, dado que éstas solo pueden reflejarse contablemente mediante la figura del mayor valor pagado o *goodwill*. A la vez, la NIIF N°13 define que, para una compañía abierta en bolsa como lo es HLAG, la emisión de acciones se debe registrar al valor bursátil de ésta al día de suscripción. Por ende, el efecto combinado de estas dos definiciones contables implica que, salvo que el valor bursátil de la acción antes de la fusión ya refleje el valor presente de las sinergias, no es posible considerarlas como parte del valor contable adquirido.

En el caso de la fusión de HLAG y UASC, siendo las sinergias el fundamento y razón principal de haber acordado y concretado dicha transacción, el que no puedan ser reflejadas en el valor adquirido, por las razones anteriormente expuestas, implica una diferencia significativa entre la valorización contable definida en la norma y la valorización económica que realizan las partes que acuerdan la transacción. Solo a modo de referencia y haciendo un cálculo sencillo respecto al valor presente de las sinergias, usando un múltiplo de x7 sobre su valor anual estimado, obtenemos un valor cercano a US\$ 3 mil millones para HLAG, que al considerar una participación de un 22,6% de éste para CSAV permite evaluar desde una perspectiva económica el potencial valor de las sinergias. Para mayores detalles respecto a la combinación de negocios y sus efectos contables, referirse a la nota 40 de los presentes Estados Financieros Intermedios Consolidados.

Cabe destacar que producto de la mencionada fusión, el porcentaje de participación de CSAV sobre el resultado de HLAG se redujo de un 31,35% en el primer trimestre de 2017 a un 22,58% para el segundo y tercer trimestre de 2017. Considerando que en el primer trimestre HLAG presentó pérdidas, cuando la participación de CSAV era más alta, y en los trimestres consecuentes utilidades que compensaron dichas pérdidas, pero cuando su participación ya había bajado, ocurre que CSAV registra al tercer trimestre de 2017 una pérdida acumulada como resultado de su participación directa en el resultado de HLAG (sin incluir los ajustes de PPA), mientras que HLAG registra una utilidad acumulada.

Como se puede observar en el cuadro adjunto, al 30 de septiembre de 2017 CSAV registró: un incremento en la inversión en HLAG de MMUS\$ 6,4 por su participación en los resultados de ésta, neto del efecto de amortización de PPA; una pérdida por dilución de MMUS\$ 167,2 producto de la fusión entre HLAG y UASC, explicada en los párrafos anteriores; un aumento de MMUS\$ 9,0 por la participación de CSAV en los otros resultados integrales de HLAG; y una pérdida por su

participación en otras reservas patrimoniales de HLAG de MMUS\$ 0,6. Para mayor información, ver la Nota 15 de los presentes Estados Financieros Intermedios Consolidados.

<b>Detalle de movimientos de la Inversión de CSAV en HLAG</b>	
	<b>MM US\$</b>
<b>Saldo al 31 de diciembre de 2016</b>	<b>1.771,6</b>
Participación en resultados de HLAG	(4,7)
Efecto de PPA en resultados	11,1
Total participación en resultados	6,4
Pérdida por dilución	(167,2)
Participación en otros resultados integrales	9,0
Otras reservas patrimoniales	(0,6)
<b>Saldo al 30 de septiembre de 2017</b>	<b>1.619,2</b>

La disminución en la cuenta Activos por impuestos diferidos de MMUS\$ 38,2 se explica principalmente por la apreciación del Euro, dada la estructura de financiamiento en Euros existente dentro del Grupo CSAV para financiar la inversión en HLAG. Durante los primeros nueve meses 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 30 de septiembre de 2017 los pasivos disminuyeron en MMUS\$ 9,1 con respecto a los existentes al 31 de diciembre de 2016. Esta variación se explica por una disminución de MMUS\$ 6,5 en los pasivos corrientes y una disminución de MMUS\$ 2,6 en los pasivos no corrientes.

La disminución de MMUS\$ 6,5 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\$ 10,3, las cuales se explican en mayor medida por una utilización de la provisión asociada a las investigaciones de las autoridades de libre competencia en el negocio de transporte de vehículos y una reclasificación de parte de ésta como Cuentas comerciales y otras cuentas por pagar por MMUS\$ 0,6, una disminución en contratos onerosos (mayores detalles se pueden encontrar en la nota 24 de los presentes Estados Financieros Intermedios Consolidados) y una utilización de otras provisiones asociadas a gastos de administración.

Lo anterior, se compensa parcialmente por un aumento en Cuentas comerciales y otras cuentas por pagar y Otros pasivos no financieros corrientes, por un efecto neto MMUS\$ 4,4, del cual se explican MMUS\$ 0,6 por parte de la reclasificación previamente mencionada. El efecto neto de aumento se explica principalmente por factores de estacionalidad en la compra y arriendo de espacio a otras compañías navieras (compra de *slot*) y por un mayor devengo de ingresos asociados a viajes en curso.

La disminución de MMUS\$ 2,6 en los pasivos no corrientes se explica principalmente por la disminución de las Cuentas comerciales y otras cuentas por pagar (no corrientes) por MMUS\$ 2,5, producto de la clasificación como porción corriente de dichas obligaciones acordes a su vencimiento esperado.

Al 30 de septiembre de 2017, el patrimonio disminuyó en MMUS\$ 191,5 con respecto al existente al 31 de diciembre de 2016. Esta variación se explica principalmente por la pérdida del ejercicio registrada durante los primeros nueve meses de 2017 de MMUS\$ 199,4, compensada parcialmente por un aumento en Otras reservas de MMUS\$ 7,9, el que a su vez se explica por un aumento de MMUS\$ 8,4 asociado a la participación de CSAV en los Otros resultados integrales y Otras reservas patrimoniales de HLAG, y una disminución de MMUS\$ 0,5 asociado a la pérdida de valor de los derivados de cobertura durante el semestre. Mayores detalles acerca de las variaciones patrimoniales se pueden encontrar en la nota 28 sección f) de los presentes Estados Financieros Intermedios Consolidados.

## b) Estado de Resultados

	Al 30 de septiembre de 2017	Al 30 de septiembre de 2016	Variación
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
Ingresos de actividades ordinarias	94,2	93,1	1,1
Costo de ventas	(85,8)	(90,4)	4,6
<b>Ganancia bruta</b>	<b>8,4</b>	<b>2,7</b>	<b>5,7</b>
Gasto de administración	(10,4)	(11,1)	0,7
Otros gastos e ingresos operacionales	4,0	14,9	(10,9)
<b>Resultado de actividades operacionales</b>	<b>2,0</b>	<b>6,5</b>	<b>(4,5)</b>
<b><i>R.A.I.I.D.A.I.E. (EBITDA, sin participación en asociadas)</i></b>	<b>2,6</b>	<b>6,7</b>	<b>(4,1)</b>
Gastos financieros netos	(3,0)	(2,8)	(0,2)
Participación en asociadas y negocios conjuntos	(160,9)	(27,2)	(133,7)
Diferencia de cambio y otros no operacionales	0,5	(0,3)	0,8
Gasto por impuesto a las ganancias	(38,0)	(33,0)	(5,0)
<b>Resultados después de impuestos operaciones continuadas</b>	<b>(199,4)</b>	<b>(56,8)</b>	<b>(142,6)</b>
<b>Resultados después de impuestos operaciones discontinuadas</b>	<b>-</b>	<b>2,0</b>	<b>(2,0)</b>
Reverso de participaciones no controladoras	-	(1,0)	1,0
<b>Resultado atribuible a los propietarios de la controladora</b>	<b>(199,4)</b>	<b>(55,8)</b>	<b>(143,6)</b>

El **Resultado atribuible a la controladora** acumulado al tercer trimestre 2017 ascendió a una pérdida de MMUS\$ 199,4, lo que representa un menor resultado de MMUS\$ 143,6 respecto al mismo período del año anterior.

El **Resultado de actividades operacionales**, ascendió a una utilidad de MMUS\$ 2,0 para los nueve meses de 2017, lo que representa un menor resultado de MMUS\$ 4,5 respecto al mismo período del año anterior. Este menor resultado se explica principalmente producto del reverso de la provisión asociada al caso NYSA-ILA por MMUS\$ 12,5 durante 2016, neto del mejor resultado operacional de las actividades de los primeros nueve meses de 2017 respecto al año anterior. El reverso de la provisión se realizó tras la resolución favorable para CSAV de una reclamación del Fondo de Pensiones “NYSA-ILA”, que cubre a los estibadores de los puertos de los estados de Nueva York y Nueva Jersey (Estados Unidos).

El Estado de Resultados de CSAV muestra que los **Ingresos de actividades ordinarias** alcanzaron MMUS\$ 94,2 al término del tercer trimestre de 2017, lo que representa una mejora de MMUS\$ 1,1 respecto al mismo periodo de 2016. Esta mejora se explica en gran medida por el negocio de transporte de vehículos, el cual presenta un aumento en las ventas de MMUS\$ 3,4, explicado por un crecimiento significativo de los volúmenes transportados durante los primeros nueve meses de 2017 respecto al mismo periodo del año anterior, compensado parcialmente por una disminución en la tarifa de flete promedio. Por su parte, el negocio de *freight forwarding* (operado por las filiales Norgistics) presenta una disminución en sus ventas por MMUS\$ 2,3, 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 tercer trimestre de 2016.

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\$85,8 al tercer trimestre de 2017, lo que representa una disminución de MMUS\$ 4,6 respecto a igual periodo del año anterior. Esta disminución se explica mayormente por una disminución de MMUS\$ 4,8 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 45% comparado con los primeros nueve meses 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\$ 10,4, presentando una disminución de MMUS\$ 0,7 en relación al periodo acumulado al tercer trimestre de 2016. Los **Otros gastos e ingresos operacionales** ascendieron a MMUS\$ 4,0, lo que representa una disminución de MMUS\$ 10,9 respecto al mismo periodo del año anterior, explicado por el reverso durante 2016 de la provisión asociada al caso NYSA-ILA por MMUS\$ 12,5, indicado previamente.

Con respecto al resultado en las **Participación de asociadas y negocios conjuntos**, CSAV reconoció durante los primeros nueve meses de 2017 una pérdida de MMUS\$ 160,9 en el rubro, la que comparada con el mismo periodo del año anterior representa un menor resultado por MMUS\$ 133,7. Esta diferencia se explica principalmente por una pérdida por dilución del valor de la inversión de HLAG en CSAV de MMUS\$ 167,2 registrado en el segundo trimestre de 2017, explicada en detalle en la sección anterior, y por una menor amortización del PPA de la inversión en HLAG por MMUS\$ 9,4 respecto al mismo periodo del año anterior, compensado parcialmente por un mejor resultado en HLAG de MMUS\$ 42,9 respecto al primer semestre de 2016. Notar que las cifras anteriores consideran una participación de un 31,35% para 2016 y para el primer trimestre de 2017 y de un 22,58% para el segundo y tercer trimestre de 2017, por lo que la participación de CSAV no puede calcularse directamente sobre el resultado acumulado de HLAG.

Según el método de registro contable que aplica a un negocio conjunto acorde a las NIIF (en inglés, IFRS), CSAV refleja trimestralmente en sus resultados su participación directa en el resultado atribuible a los propietarios de HLAG y también el efecto en resultados de 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 acumulado al tercer trimestre de 2017 registrado en el rubro, HLAG reportó una utilidad atribuible a los propietarios de la controladora de MMUS\$ 5,0, la cual incluye una pérdida de MMUS\$ 66,9 en primer trimestre y una utilidad durante el segundo y tercer trimestre de un total de MMUS\$ 71,9, sobre las cuales CSAV reconoció una utilidad asociada a la amortización del PPA correspondiente a una utilidad de MMUS\$ 17,8 para el primer trimestre y de un total de MMUS\$ 24,5 para los siguientes seis meses. Respecto a dichos valores, la Compañía aplicó su participación proporcional, correspondiente al 31,35% para el primer trimestre y 22,58% para el segundo y tercer trimestre, respectivamente. De esta forma, CSAV reconoció una pérdida de MMUS\$ 4,7 correspondiente a su participación directa en los resultados de HLAG y una utilidad de MMUS\$ 11,1 por su participación en la amortización de PPA, registrando una utilidad neta por su participación en los resultados de HLAG de MMUS\$ 6,4.

Durante los primeros nueve meses de 2017, CSAV reconoció un **Gasto por impuesto a las ganancias** de MMUS\$ 38,0, lo que representa un mayor gasto por MMUS\$ 5,0 respecto al mismo periodo de 2016. Esta variación se explica principalmente por el mayor gasto por impuestos en

2017 asociado a la apreciación del Euro, dada la estructura de financiamiento dentro del Grupo CSAV necesaria para mantener la inversión en HLAG por aprox. MMUS\$ 23,0 -acorde a lo detallado en la sección a) anterior-, neto de un cargo a resultados por MMUS\$ 17,2, proveniente de un ajuste en la pérdida tributaria de arrastre en el segundo semestre de 2016, asociado a la utilidad tributaria generada en la transacción con HLAG en 2014.

De esta forma, el **Resultado atribuible a los propietarios de la controladora** registró una pérdida de MMUS\$ 199,4 durante los primeros nueve meses de 2017, lo que representa un menor resultado por MMUS\$ 143,6 respecto al mismo periodo del año anterior.

### c) Resultado Operacional por Segmento

Al 30 de septiembre 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 vehículos (Car Carrier) y los servicios de operación logística y de *freight forwarder* a través del grupo de subsidiarias Norgistics. Cabe recordar que, 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.

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

Negocio Portacontenedores	Al 30 de	Al 30 de	Variación
	septiembre de	septiembre de	
	2017	2016	
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
Gasto de administración	(2,6)	(2,7)	0,1
Otros gastos e ingresos operacionales	-	12,5	(12,5)
<b>Resultado Operacional</b>	<b>(2,6)</b>	<b>9,8</b>	<b>(12,4)</b>
Gastos financieros netos	(3,4)	(3,0)	(0,4)
Participación en asociadas y negocios conjuntos	(160,8)	(27,2)	(133,6)
Diferencia de cambio y otros no operacionales	0,3	-	0,3
Gasto por impuesto a las ganancias	(36,9)	(32,9)	(4,0)
<b>Resultados después de impuestos</b>	<b>(203,4)</b>	<b>(53,3)</b>	<b>(150,1)</b>
<b>Resultado atribuible a la controladora</b>	<b>(203,4)</b>	<b>(53,3)</b>	<b>(150,1)</b>

El segmento portacontenedores presentó al término del tercer trimestre de 2017 una pérdida acumulada de MMUS\$ 203,4, lo que representa un menor resultado de MMUS\$ 150,1 respecto al mismo periodo del año anterior, el que se explica por la pérdida contable por dilución de MMUS\$ 167,2 explicada en la sección 1 a) anterior, por un mejor resultado proveniente de la participación en HLAG de MMUS\$ 33,6, por el reverso en 2016 de la provisión asociada al caso NYSA-ILA por MMUS\$ 12,5 - indicado en la sección anterior-, por mayores gastos financieros de MMUS\$ 0,4 asociados al costo de los pasivos financieros relacionados a la inversión en HLAG (Bonos corporativos y crédito con Banco Itaú), y finalmente, por un mayor gasto en impuestos de MMUS\$ 4,0, asociado principalmente a la estructura de financiamiento de la inversión en HLAG, según a lo explicado en las secciones anteriores. A los efectos principales anteriores, se agrega un menor Gasto de administración y a una utilidad por Diferencia de cambio y otros no operacionales en los primeros nueve meses de 2017 respecto a 2016, por un total de MMUS\$ 0,3.

Otros servicios de transporte	Al 30 de	Al 30 de	Variación
	septiembre de	septiembre de	
	2017	2016	
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
Ingresos de actividades ordinarias	94,2	93,1	1,1
Costo de ventas	(85,8)	(90,4)	4,6
<b>Ganancia bruta</b>	<b>8,4</b>	<b>2,7</b>	<b>5,7</b>
Gasto de administración	(7,9)	(8,4)	0,5
Otros gastos e ingresos operacionales	4,0	2,4	1,6
<b>Resultado Operacional</b>	<b>4,5</b>	<b>(3,3)</b>	<b>7,8</b>
Gastos financieros netos	0,4	0,2	0,2
Diferencia de cambio y otros no operacionales	0,2	(0,3)	0,5
Gasto por impuesto a las ganancias	(1,1)	(0,1)	(1,0)
<b>Resultados después de impuestos operaciones continuadas</b>	<b>4,0</b>	<b>(3,5)</b>	<b>7,5</b>
<b>Resultados después de impuestos operaciones discontinuadas</b>	<b>-</b>	<b>2,0</b>	<b>(2,0)</b>
Reverso de participaciones no controladoras	-	(1,0)	1,0
<b>Resultado atribuible a la controladora</b>	<b>4,0</b>	<b>(2,5)</b>	<b>6,5</b>

Los otros servicios de transporte presentan en los primeros nueve meses de 2017 una utilidad acumulada de MMUS\$ 4,0, lo que representa un mejor resultado de MMUS\$ 6,5 respecto del mismo periodo del año anterior, explicado principalmente por un mayor margen bruto por MMUS\$ 5,7, el que a su vez, se compone de un aumento en los Ingresos de actividades ordinarias por MMUS\$ 1,1 y una disminución en el Costo de ventas por MMUS\$ 4,6, ambas variaciones acordes a lo explicado en la sección b) anterior. Adicionalmente, el Gasto por impuesto a las ganancias presenta una variación de MMUS\$ 1,0 de mayor costo, principalmente explicado por el efecto en el resultado tributable de la mejora en el margen, antes descrita.

## 2. Situación de Mercado

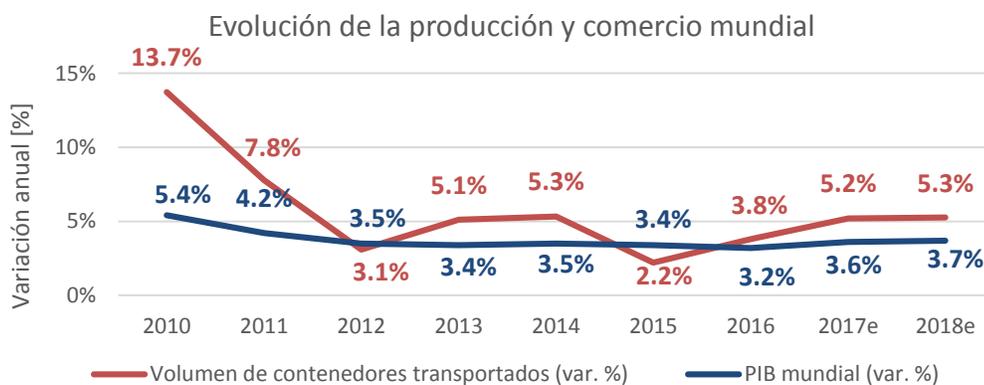
### a) Segmento Portacontenedores

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 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.

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

- **Volatilidad en el comercio 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. Por otra parte, según el reporte de octubre de 2017 del Fondo Monetario Internacional (FMI), se estima una mejora en las proyecciones de la actividad económica a nivel mundial, incrementando en un punto porcentual las tasas de crecimiento del PIB mundial estimadas para el 2017 y 2018 respecto a su publicación anterior en Julio del presente año, y pudiendo alcanzar el 2018 su más alto nivel desde 2011.



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

Según el último reporte del FMI (octubre 2017), durante el 2016 se registró un crecimiento del PIB mundial de un 3,2%, el nivel más bajo alcanzado durante los últimos años. Sin embargo, las proyecciones de crecimiento del PIB mundial se estiman al alza para 2017 y 2018, alcanzando un 3,6% y un 3,7% respectivamente. De manera consistente con lo anterior, para el 2017 y 2018

se estima un crecimiento de la demanda de transporte de contenedores de 5,2% y 5,3% respectivamente, asociado al mayor dinamismo de la economía mundial como también a una mayor actividad comercial. Este índice se ha incrementado considerablemente respecto al primer trimestre de 2017 (4,2% para 2017e y 4,6% para 2018e) debido al incremento en los índices de volumen transportado de la industria desde el segundo trimestre del presente año.

Las mejoras en las proyecciones respecto al reporte del FMI de abril de 2017 se explican principalmente por las economías de Europa, Japón y las economías emergentes de Asia (China), las cuales superaron las expectativas para el primer semestre del 2017. El mayor crecimiento de estas economías compensa holgadamente las revisiones a la baja de las economías de EEUU y Reino Unido. A pesar de lo anterior, el crecimiento sigue siendo débil y la inflación está por debajo de las metas de los países avanzados.

Para Estados Unidos, en la citada revisión de abril se expuso un estímulo fiscal impulsado por los recortes de impuestos que se barajaban en ese entonces, sin embargo, para esta última evaluación este supuesto ya no se mantiene dada la incertidumbre política que rodea hoy su implementación. Por su parte, para el Reino Unido se redujeron las proyecciones al observarse una desaceleración mayor a la prevista.

- **Sobreoferta de espacio.**

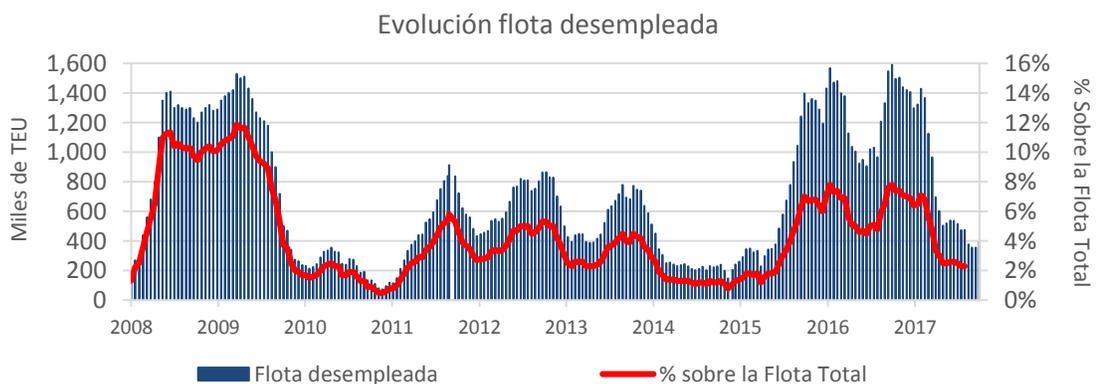
La sobreoferta en la capacidad instalada de la industria portacontenedores se generó a partir de la crisis de 2008-2009 y sigue teniendo impactos significativos en los mercados y en los operadores navieros. Desde entonces, la mayoría de las principales compañías navieras del mundo han tomado una serie 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 1 de octubre de 2017 las naves en construcción alcanzan al 13,5% de la flota mundial en operación, según datos de Alphaliner, manteniéndose dentro de sus niveles mínimos históricos. 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 el primer semestre 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. Cabe destacar que a septiembre de 2017 los niveles de flota desguazada han alcanzado cerca del 1,8% de la flota mundial existente a principios de años, por lo que para 2017 se estima nuevamente un alto registro de este indicador.

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 bajos, el menor dinamismo de la demanda por transporte observado durante los últimos cinco 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. Desde el primer semestre de 2017, se ha observado una reducción en los niveles de flota detenida respecto a los observados el año anterior debido principalmente a los altos niveles de desguace durante el período, como también a la incorporación de parte de la flota detenida a la nueva configuración de servicios de la industria al iniciarse en abril de 2017 la operación de las nuevas alianzas globales.



Fuente: Alphaliner- Reporte Mensual Oct-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.**

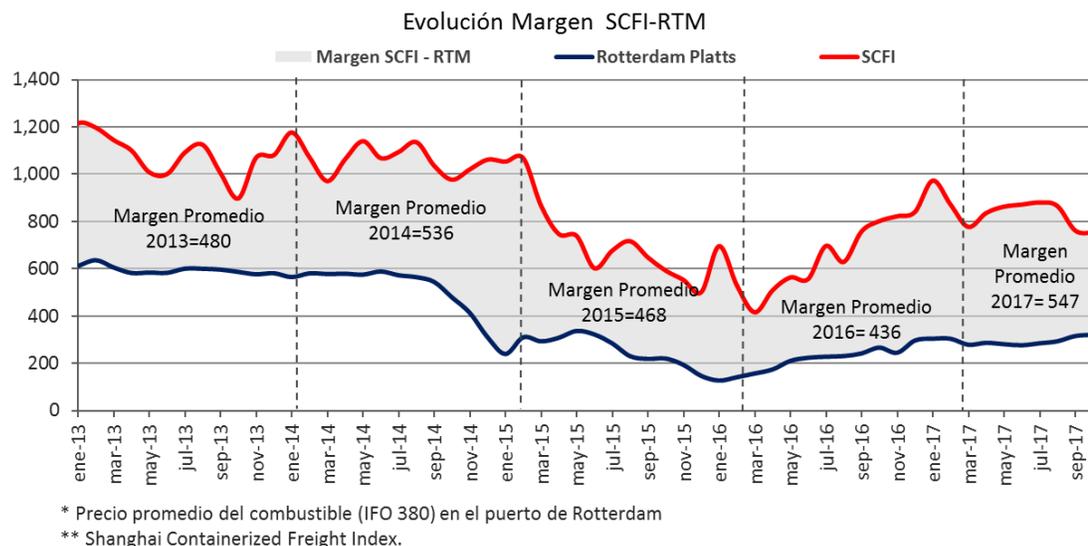
Las tarifas de flete, deducido el costo de combustible correspondiente (tarifas ex-bunker), para la mayoría de los tráficos continúan muy por debajo de los niveles históricos y bastante por debajo del nivel que la industria podría considerar hoy como un equilibrio sostenible para obtener un adecuado retorno sobre sus activos. Sin embargo, durante el primer semestre de 2017 el índice SCFI ha mantenido una tendencia al alza respecto a lo observado a inicios de 2016, en donde registró su nivel más bajo de los últimos años. Por otra parte, esta tendencia ha mostrado un cambio durante el tercer trimestre del año, observándose una disminución en el índice SCFI a medida que se ha entrado al período de menores volúmenes (*slack season*) luego de la temporada *peak*. Las tarifas en otros tráficos no han presentado evoluciones tan favorables en 2017 como las observadas en los tráficos desde China, manteniéndose aún un bajo nivel de precios en las tarifas promedio en muchos de ellos.

Lo anterior, sumado a una baja utilización de la capacidad instalada promedio en la mayoría de los tráficos, producto de la sobreoferta, ha provocado bajos márgenes que han afectado significativamente la rentabilidad de la industria.

- **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 2017, el precio del combustible se ha estabilizado, aunque observándose aún una leve tendencia al alza, registrándose un precio promedio más alto que los observados durante el 2015 y 2016.

Por 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 del consumo de combustible, como también de dotarse de naves adecuadas a las nuevas características del canal de Panamá.



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

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.

- **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 HLAG, ocurrida a finales de 2014, se han sumado en los últimos años la adquisición de CCNI por parte de Hamburg Süd, la fusión de COSCO con China Shipping, la adquisición de APL por parte de 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, y de acuerdo a lo previamente descrito, a fines de mayo de 2017 HLAG anunció el cierre de su fusión con la naviera árabe UASC, lo que la posicionó nuevamente dentro de las cinco navieras más grandes a nivel mundial en términos de capacidad de arrastre. Además, a inicios del segundo semestre de 2017, la compañía naviera de origen chino COSCO, previamente fusionada con China Shipping, anunció la adquisición de la compañía hongkonesa Orient Overseas Container Lines (OOCL).

Por otra parte, 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 sobre el 84% de la capacidad instalada, mientras que los primeros cinco mantendrían sobre un 65%. Por otra parte, los mayores cinco operadores alcanzarían 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 navieros, 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.

Desde el segundo trimestre de 2017, la nueva estructura de alianzas anunciada durante el 2016 comenzó a operar de forma global en los distintos tráficos, concentrando cerca del 90% de la capacidad total de transporte en los principales tráficos de largo alcance Este-Oeste de la industria. Los principales cambios correspondieron 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 mantiene su estructura de operación actual, pero incorporando a HMM como comprador de espacio.

En resumen, la industria portacontenedores sigue presentando un desafiante escenario para todos sus participantes, aunque mostrando mejoras significativas en algunos indicadores clave, los cuales permiten estimar mejores perspectivas para la industria. Si bien, aun no se observa una recuperación rápida y consistente de las tarifas en los múltiples tráficos, durante 2016 y 2017 se observa una tendencia a la recuperación, principalmente las rutas desde el Lejano Oriente, el tráfico de mayor volumen a nivel global, aunque aún sin alcanzar una recuperación de las tarifas respecto a aquellas presentes en 2013 y 2014. Por otra parte, se observa en los últimos meses una mejora en los indicadores de flota y de balance oferta-demanda, lo que, sumado a una mayor estabilidad del precio del combustible, da señales de mejores perspectivas respecto a la estabilidad y al nivel de las tarifas ex-bunker. Estas mejoras en las perspectivas, se han visto reflejadas en el incremento de los resultados operacionales de muchos de los operadores de la industria durante este año, principalmente los mayormente expuestos a los tráficos desde Asia. 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. Lo anterior es especialmente importante para lograr hacer frente a las presiones en costos que la recuperación del mercado pueda significar, tanto en el mercado de arriendo de naves como en los servicios marítimos y portuarios.

## b) Segmento Otros Servicios de Transporte

Las distintas actividades de transporte que operó CSAV de forma directa durante los primeros nueve meses de 2017, como lo son el transporte marítimo 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 y por el exceso de oferta.

El negocio de transporte de vehículos a nivel global ha enfrentado volatilidad en la demanda por transporte de vehículos a partir de la crisis financiera de 2008, la cual está estrechamente vinculada a la situación económica de los mercados de importación y a los cambios en los países productores.

CSAV transporta vehículos principalmente desde Asia, Europa, Estados Unidos y la costa este de Sudamérica hacia los mercados de la costa oeste de Sudamérica, siendo Chile y Perú los de mayor volumen. Estos últimos mercados han 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, que recién comenzó a revertirse en 2016.

En los mercados de Chile y Perú, durante los primeros nueve meses de 2017 las ventas totales de vehículos livianos nuevos registraron un aumento de un 15% en comparación a igual periodo de 2016 (fuente: ANAC y AAP), recuperándose en parte el volumen de ventas perdido en años anteriores. En esta misma línea, las ventas de vehículos pesados y maquinaria mostraron una recuperación en lo que va a septiembre del presente año, respecto a aquellas del mismo período de 2016, de un 10%, aunque también manteniéndose por debajo del registrado a septiembre de 2013. Este aumento en los volúmenes permite estimar una mejora en la utilización de la capacidad instalada en el tráfico y, eventualmente, una cierta presión al alza sobre las tarifas en el mediano plazo. Lo anterior debe matizarse considerando que aún existe una importante sobrecapacidad en la industria de transporte de vehículos a nivel global, y que de no absorberse de forma efectiva podría significar que las navieras que operan en el tráfico decidieran aumentar su capacidad, destruyendo la posibilidad de equilibrio entre oferta y demanda y la potencial recuperación de tarifas.

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 semestre 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. Considerando lo anterior, se ha decidido durante el último trimestre reducir la exposición de Norgistics en aquellos mercados en los que no se están obteniendo márgenes suficientes y enfocarse sólo en aquellos en donde existe una posibilidad cierta de generar retornos.

### 3. Análisis del Flujo de Efectivo

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

	Al 30 de septiembre de 2017	Al 30 de septiembre de 2016	Variación
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
<b>Flujo procedente de actividades de operación</b>	<b>(13,4)</b>	<b>(19,2)</b>	<b>5,8</b>
Flujos operacionales	(14,3)	(19,4)	5,1
Impuestos y otros	0,9	0,2	0,7
<b>Flujo procedente de actividades de inversión</b>	<b>4,7</b>	<b>2,5</b>	<b>2,2</b>
Otros cobros por la venta de participaciones en negocios conjuntos	0,1	-	0,1
Importes procedentes de ventas de propiedades, planta y equipo	4,2	-	4,2
Venta de participaciones no controladoras	-	2,3	(2,3)
Intereses recibidos	0,4	0,1	0,3
Dividendos recibidos	-	0,1	(0,1)
<b>Flujo procedente de actividades de financiamiento</b>	<b>(3,1)</b>	<b>16,2</b>	<b>(19,3)</b>
Obtención y pago de préstamos empresas relacionadas	-	(30,0)	30,0
Obtención y pago de préstamos	-	(0,7)	0,7
Importes procedentes de préstamos de largo plazo	-	49,8	(49,8)
Pago de intereses	(3,0)	(2,8)	(0,2)
Otros	(0,1)	(0,1)	-
<b>Efecto de variación por tipo de cambio</b>	<b>0,5</b>	<b>-</b>	<b>0,5</b>
<b>Flujo de efectivo y equivalentes al efectivo</b>	<b>(11,3)</b>	<b>(0,5)</b>	<b>(10,8)</b>

La variación neta de la cuenta **Efectivo y equivalentes al efectivo**, entre el 31 de diciembre de 2016 y el 30 de septiembre de 2017, fue negativa en MMUS\$ 11,3, lo que representa un menor flujo neto de MMUS\$ 10,8 respecto al mismo período del año anterior.

El **Flujo procedente de actividades de operación** fue negativo en MMUS\$ 13,4 al tercer trimestre de 2017, lo que representa una mejora de MMUS\$ 5,8 respecto al mismo período del año anterior. El flujo acumulado se explica principalmente por la utilización de las provisiones asociadas a los costos derivados de las investigaciones de las autoridades de libre competencia en el negocio de transporte de vehículos, por la utilización de otras provisiones, tales como contratos onerosos y gastos de administración, y por el pago de obligaciones no recurrentes, que implican un desembolso total no recurrente de aprox. MMUS\$ 12,5. Excluyendo estos efectos, el flujo de las operaciones recurrentes alcanza a una disminución de efectivo neta de MMUS\$ 0,9, que se explica por un resultado operacional positivo de MMUS\$ 2,6 (EBITDA) y un aumento del capital de trabajo de alrededor de MMUS\$ 3,5.

El **Flujo procedente de actividades de inversión** fue positivo en MMUS\$ 4,7 para los nueve meses terminados al 30 de septiembre de 2017, presentando una mejora de MMUS\$ 2,2 respecto al mismo período del año anterior. El flujo acumulado se explica principalmente por la venta de inmuebles

clasificados como propiedades de inversión, y por los fondos recibidos de los intereses ganados por depósitos a plazo mantenidos por la Compañía.

El **Flujo procedente por actividades de financiamiento** fue negativo en MMUS\$ 3,1 para los nueve meses terminados al 30 de septiembre de 2017, lo que representa un menor flujo de MMUS\$ 19,3 respecto al mismo período del año anterior, principalmente explicado por la obtención neta de créditos en 2016. El flujo acumulado se explica principalmente por el pago de intereses asociados a los pasivos financieros del segmento portacontenedores en el primer y tercer trimestre de 2017.

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

Como se describe en la Nota 5 de los presentes Estados Financieros Intermedios Consolidados, la inversión que CSAV mantiene en HLAG es hoy su principal activo (82% del total de activos al 30 de septiembre 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, así como también, el flujo esperado de dividendos y sus necesidades de capital. Por esta razón, y aun cuando CSAV aportó a HLAG la totalidad de su operación de portacontenedores mediante la combinación de negocios realizada en 2014, los principales riesgos de negocio siguen siendo aquellos relacionados con la industria de transporte de contenedores.

Dicho lo anterior, es importante destacar que HLAG posee una administración independiente que gestiona y controla sus riesgos en forma autónoma y de acuerdo a los estándares de una sociedad abierta y regulada en Alemania.

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

Respecto a la demanda, para el negocio portacontenedores el principal riesgo proviene de la situación económica mundial y el impacto de una desaceleración global. Las estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) de octubre de 2017 proyectan una positiva evolución del producto interno bruto mundial para los próximos años, estimándose un crecimiento de un 3,6% para 2017, incrementándose en un punto porcentual esta proyección respecto a estimaciones publicadas en abril y junio de 2017, por lo que en términos de demanda no se proyectan cambios que involucren algún riesgo importante en el corto plazo. Por otra parte, el FMI proyecta que el comercio mundial (productos y servicios) crecerá un 4,2% en 2017 versus un 2,4% en 2016, según sus últimas estimaciones, 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 portacontenedores en construcción está en niveles históricamente bajos, y no se han visto órdenes significativas de nuevas naves en los últimos meses. Adicionalmente, la flota detenida ha disminuido considerablemente respecto a los altos niveles observados a fines del 2016, debido al desguace de las mismas e

incorporación de éstas a la flota operada actual, disminuyendo considerablemente el riesgo de un efecto negativo en el desbalance de oferta y demanda dentro de la industria, dada la posibilidad de que ésta se incorpore nuevamente a la flota operada.

Por otro lado, en el negocio de transporte de vehículos el principal riesgo sigue siendo la debilidad de los mercados relevantes para CSAV (costa oeste de Sudamérica) y el equilibrio a nivel mundial de la oferta y demanda por transporte naviero en naves Roll-on-Roll-off (“RO-RO”).

Adicionalmente, el precio del combustible ha mostrado una disminución muy importante desde el tercer trimestre de 2014, sin embargo, éste se ha incrementado durante el último año y sigue presentando cierta volatilidad respecto a su evolución futura. De forma de mitigar este riesgo, en el negocio de transporte de vehículos una parte de las ventas de flete se reajustan con la variación del precio del combustible, y para aquellas ventas a precio fijo o porciones no cubiertas por dicho ajuste, se contratan coberturas de precio de combustible descritas con mayor detalle en la Nota 5 de los 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 30 de septiembre de 2017 existen ciertos activos y pasivos en otras monedas los cuales se detallan en la Nota 33 de los presentes Estados Financieros Intermedios Consolidados. Al 30 de septiembre 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

Los principales indicadores financieros al 30 de septiembre de 2017 son los siguientes:

### a) Índice de Liquidez

Índices de Liquidez		al 30 de septiembre de 2017	al 31 de diciembre de 2016
Liquidez Corriente	=	$\frac{\text{Activos Corrientes}}{\text{Pasivos Corrientes}}$	1,543 / 1,521
Razón Ácida	=	$\frac{\text{Efectivo y equivalentes al Efectivo}}{\text{Pasivos Corrientes}}$	0,887 / 0,987

- Liquidez Corriente:** Este índice aumenta levemente respecto a diciembre de 2016 debido a una disminución de los pasivos corrientes (-12% / MMUS\$ 8,9) mayor a la disminución observada de los activos corrientes (-11% / MMUS\$ 6,5). La disminución de los pasivos corrientes se explica en mayor medida al reverso de provisiones asociadas al negocio de transporte de vehículos, tanto legales como operacionales, compensado por una disminución en los activos corrientes asociado a las cuentas Efectivo y equivalentes al efectivo e Inventarios, ambos efectos explicados en 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 (-21% / MMUS\$ 11,3), explicado principalmente por un flujo de actividades de operación negativo durante el 2017 MMUS\$ 13,4, compensado en parte por una disminución de los pasivos corrientes (-12% / MMUS\$ 6,5) explicado en detalle en la sección 1 a) del presente informe.

### b) Índice de Endeudamiento

Índices de Endeudamiento		al 30 de septiembre de 2017	al 31 de diciembre de 2016
Endeudamiento	=	$\frac{\text{Pasivos Totales}}{\text{Patrimonio}}$	0,084 / 0,081
Endeudamiento de Corto Plazo	=	$\frac{\text{Pasivos Corrientes}}{\text{Pasivos Totales}}$	0,320 / 0,342
Endeudamiento de Largo Plazo	=	$\frac{\text{Pasivos No Corrientes}}{\text{Pasivos Totales}}$	0,680 / 0,658
Cobertura Gastos Financieros	=	$\frac{\text{Resultado antes de Impuestos e Intereses}}{\text{Costos Financieros}}$	-45,756 / 0,083

- **Endeudamiento:** Este índice se mantiene estable, aumentando levemente en relación a diciembre de 2016, en mayor medida por una disminución del patrimonio (MMUS\$ 191,4/ -10% var.) producto principalmente de las pérdidas del período asociadas al Segmento Portacontenedores, compensado parcialmente por una disminución de los Pasivos Totales (MMUS\$ 9,2 / -6% var.), acorde a lo explicado en la sección 1 a) del presente informe,
- **Endeudamiento de Corto Plazo:** Este índice disminuye respecto a diciembre de 2016, debido a la disminución de los pasivos corrientes (MMUS\$ 6,5 / -12% var.) explicada en la sección 1 a) del presente informe, y compensado parcialmente por una disminución de los pasivos totales (MMUS\$ 9,2 / -6% var.), acorde a lo explicado en la misma sección 1 a) antes referida.
- **Endeudamiento de Largo Plazo:** Este índice aumenta levemente respecto a diciembre de 2016 debido a la disminución de los pasivos totales (MMUS\$ 9,2 / -6% var.) explicada en la sección 1 a) del presente informe, compensado parcialmente por la disminución de los pasivos no corrientes (MMUS\$ 2,6 / -2% var.), acorde a 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 acumuladas asociadas al resultado antes de impuestos e intereses del tercer trimestre de 2017 de MMUS\$ 157,9 en comparación a la utilidad de MMUS\$ 0,3 del 2016 (disminución de MMUS\$ 158,3), y por menores costos financieros (MMUS\$ 0,7 / -16%) en el trimestre respecto a 2016.

### c) Índice de Rentabilidad

Índices de Rentabilidad		al 30 de septiembre de 2017	al 31 de diciembre de 2016
Rentabilidad del Patrimonio =	$\frac{\text{Resultado Controladora}}{\text{Patrimonio Promedio}}$	-0,1051	-0,0115
Rentabilidad del Activo =	$\frac{\text{Resultado Controladora}}{\text{Activos Promedio}}$	-0,0969	-0,0106
Rendimiento Activos Operacionales =	$\frac{\text{Resultado de Actividades Operacionales}}{\text{Activos Operacionales Promedio}^*}$	0,0011	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 =	$\frac{\text{Resultado Controladora}}{\text{Número de Acciones}}$	-0,0065	-0,0008
Valor Bursátil de la Acción (en pesos chilenos) =		34,2	17,5

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

- **Rentabilidad del Patrimonio:** El indicador disminuye en comparación con el observado a diciembre de 2016, debido a un peor resultado por el registro de pérdidas atribuibles a los controladores por MMUS\$ 199,4 durante el presente trimestre en comparación a las pérdidas de MMUS\$ 23,3 del 2016 (MMUS\$ 178,1 / -764% var.), y por un menor patrimonio promedio (MMUS\$ 134,6 / -7%).
- **Rentabilidad del Activo:** Este índice disminuye en relación diciembre de 2016, debido a un menor resultado debido al registro de pérdidas atribuibles a los controladores, explicado en el indicador anterior (MMUS\$ 176,1, / -755% var.), y por un menor activo promedio (MMUS\$ 131,8 / -6% var.).
- **Rendimiento Activos Operacionales:** El índice disminuye en relación a diciembre de 2016, debido a un menor Resultado de actividades operacionales de MMUS\$ 1,8 en comparación con el resultado a diciembre de 2016 de MMUS\$ 7,1 (MMUS\$ 5,1 / -73% var.), y a menores Activos operacionales promedio (MMUS\$ 103,4 / -5% var.).
- **Retorno de Dividendos:** Este índice se mantiene constante producto que no se han distribuido dividendos durante los ejercicios 2016 y 2017
- **Resultado por Acción:** La utilidad por acción respecto a diciembre de 2015 cae producto de un menor resultado (MMUS\$ 178,1 / -764% var.), acorde a lo explicado en el primer indicador de este subgrupo de ratios.
- **Valor bursátil de la acción:** El valor de la acción aumenta un 96% en relación a diciembre de 2016.

#### d) Índice de Actividad

Índices de Actividad		al 30 de septiembre de 2017	al 31 de diciembre de 2016
Rotación de Inventario	= $\frac{\text{Costo de Combustible}}{\text{Inventario Promedio}}$	7,176	4,643
Permanencia de Inventarios	= $\frac{\text{Inventario Promedio} * 360}{\text{Costo de Combustible}}$	50,170	77,538

- **Rotación de Inventario:** Este indicador respecto al observado al 31 de diciembre de 2016, presenta un aumento producto de un incremento del costo de combustible (MMUS\$ 3,7 / 25% var.) y por un menor inventario promedio (MMUS\$ 0,6 / -19% var.).
- **Permanencia de Inventario:** Debido a que la Rotación de inventarios aumenta (indicador previamente analizado) la permanencia de estos mismos disminuye en relación a diciembre 2016.