



CSAV®

COMPAÑÍA SUD AMERICANA DE VAPORES S.A. Y SUBSIDIARIAS

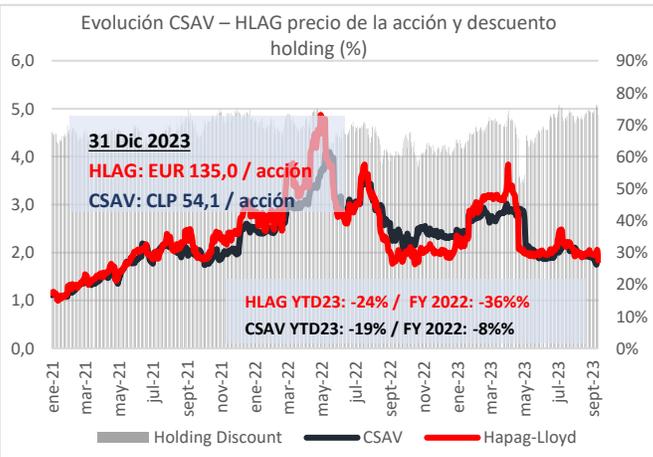
ANÁLISIS RAZONADO

En base a los Estados Financieros Consolidados Intermedios
al 31 de diciembre de 2023

4T 2023 EN UNA MIRADA

		al 31 de diciembre de		Variación	
		2023	2022	%	#
Participación HLAG	MMUS\$	947	5.378	(82%)	(4.431)
Ganancia	MMUS\$	258	5.563	(95%)	(5.305)

		al 31 de diciembre de		Variación	
		2023	2022	%	#
Ingresos	MMUS\$	19.393	36.401	(47%)	(17.008)
EBITDA	MMUS\$	4.825	20.474	(76%)	(15.649)
EBIT	MMUS\$	2.738	18.467	(85%)	(15.729)
Ganancia	MMUS\$	3.191	17.959	(82%)	(14.768)
Tarifas Promedio	US\$/TEU	1.500	2.863	(48%)	(1.363)
Volumen Transportado	MTEU	11.907	11.843	1%	64
Precio del Combustible	US\$/ton	614	753	(18%)	(139)



El resultado de CSAV al 31 de diciembre de 2023 ascendió a una ganancia de MMUS\$ 258,1, lo que presenta una disminución respecto al resultado de MMUS\$ 5.563,2 del mismo periodo del año anterior.

La menor ganancia de CSAV se explica principalmente por el menor resultado de Hapag-Lloyd / HLAG, donde CSAV reconoció una utilidad de MMUS\$ 947,0, menor a los MMUS\$ 5.378,3 del mismo período del año anterior; y por un mayor gasto por impuestos que ascendió a MMUS\$ 677,4 (MMUS\$926,6 mayor que en 2022). Dicho gasto se da principalmente por los dividendos repatriados desde Alemania durante el año.

Adicionalmente, mencionar que en el mes de diciembre CSAV rescató anticipadamente el Bono serie C, con lo cual a cierre de año, ya no cuenta con deuda financiera.

En 2023 el ambiente de mercado fue más débil, el resultado de HLAG disminuye en un 82%, reflejándose el impacto de las menores tarifas de flete (-48%). Por su parte, los volúmenes muestran un leve crecimiento (+1%).

El enfoque en la gestión en costos permitió la reducción de gastos operacionales, a lo que se suma un menor costo de combustible, efectos que han permitido alivianar en parte las presiones inflacionarias del periodo.

Los resultados se pueden ver segmentados entre negocio naviero y negocio de terminales e infraestructura. Si bien, éste último no consolida la totalidad del año, tuvo un aporte de MMUS\$ 50 a nivel de EBITDA.

Hacia fines de años, comenzaron nuevos problemas logísticos, esta vez en el Mar Rojo. A partir de los conflictos entre Israel y Palestina, un grupo yemení, los hutíes, comenzó a atacar a los buques que transitaban por la zona. Esto implicó que las principales navieras decidieron evitar transitar por dicha área y comenzaron a realizar una ruta más larga vía el Cabo de la Buena Esperanza. Esto provocó un alza de las tarifas spot que cerró el año en su mayor nivel (US\$ 1.760 / TEU). A la fecha la situación continúa.

Hapag-Lloyd publicó el rango de sus perspectivas de resultados para el año 2024, los cuales consideran un EBITDA entre MMUS\$ 1.100-3.300 (2023: MMUS\$ 4.825) y un EBIT entre MMUS\$ -1.100-1.100 (2023: MMUS\$ 2.783).

Índice de Contenidos

1. Análisis de la Situación Financiera	4
a) Estado de Situación Financiera	4
b) Estado de Resultados	9
c) Análisis del Flujo de Efectivo	11
d) Índices Financieros.....	12
i. Índice de Liquidez.....	12
ii. Índice de Endeudamiento	13
iii. Índice de Rentabilidad	14
2. Análisis de los Resultados de Hapag-Lloyd al 31 de diciembre de 2023.....	15
i. Análisis de la Principales Cifras de Hapag-Lloyd	15
ii. Indicadores de Balance y Liquidez de Hapag-Lloyd	16
3. Situación de Mercado.....	18
a) Contexto Histórico	18
i. El Crecimiento de la Industria tiene relación directa al crecimiento del PIB Mundial	18
ii. La Industria se ha consolidado en búsqueda de eficiencias y nuevas estrategias	19
iii. Indicadores de la oferta.....	20
iv. Efectiva gestión de flota mantuvo en equilibrio oferta y demanda.....	21
v. El combustible es el insumo principal en la industria	22
b) Escenario actual.....	24
i. Fluctuaciones de demanda marcado por el Covid-19	24
ii. Disrupciones en la cadena logística 2020-2022	25
iii. Flota, órdenes de naves actual y nuevas adquisiciones.....	27
4. Análisis de los Riesgos de Mercado	28
i. Riesgo del Negocio	28
ii. Riesgo de Crédito	30
iii. Riesgo de Liquidez	30
iv. Riesgo de Mercado.....	30

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 diciembre	al 31 de diciembre	Variación	
	de 2023	de 2022	%	MM US\$
	MM US\$	MM US\$		
Activos corrientes	1.805,2	611,4	195%	1.193,8
Efectivo y equivalentes al efectivo	278,3	97,2	186%	181,1
Activos por impuestos corrientes	1.526,4	513,8	197%	1.012,6
Otros	0,4	0,4	18%	0,1
Activos no corrientes	6.463,5	9.685,2	(33%)	(3.221,7)
Inv. de CSAV en HLAG	6.449,9	9.169,7	(30%)	(2.719,7)
Activos por impuestos diferidos	0,7	502,3	(100%)	(501,5)
Propiedades y Otros	12,8	13,3	(3%)	(0,5)
Total activos	8.268,7	10.296,6	(20%)	(2.027,9)

PASIVOS	al 31 de diciembre	al 31 de diciembre	Variación	
	de 2023	de 2022	%	MM US\$
	MM US\$	MM US\$		
Total de pasivos corrientes	105,8	2.272,0	(95,3%)	(2.166,2)
Pasivos financieros	0,0	560,9	(100%)	(560,9)
Ctas. comerciales y otras cuentas por pagar	18,7	18,0	4%	0,8
Pasivos por impuestos	8,5	9,8	(14%)	(1,3)
Otros pasivos corrientes	78,6	1.683,2	(95%)	(1.604,6)
Total de pasivos no corrientes	74,3	110,1	(33%)	(35,8)
Pasivos financieros	0,0	99,6	(100%)	(99,6)
Otros	74,3	10,5	608%	63,8
Total de pasivos	180,1	2.382,1	(92,4%)	(2.202,0)
Patrimonio controladora	8.088,6	7.914,5	2%	174,1
Total pasivos y patrimonio	8.268,7	10.296,6	(20%)	(2.027,9)

↓ Los **activos totales** disminuyeron en MMUS\$ 2.027,9 con respecto a los existentes al 31 de diciembre de 2022, explicado por una disminución de MMUS\$ 3.221,7 en los **activos no corrientes**, compensada en parte por un incremento en los **activos corrientes** de MMUS\$ 1.193,8. A continuación se analizan estas variaciones.

↑ El incremento de MMUS\$ 1.193,8 en los **activos corrientes** se explica principalmente por un incremento en los impuestos corrientes de MMUS\$ 1.012,6 y un mayor nivel de efectivo y equivalente al efectivo de MMUS\$ 181,1, variaciones que se analizan a continuación.

↑ El incremento en MMUS\$ 181,1 en el **efectivo y equivalente al efectivo** se explica principalmente por el dividendo distribuido por Hapag-Lloyd y por la recuperación de retenciones de dividendos desde Alemania; ambos efectos son en parte compensados por el pago del dividendo mínimo a los

accionistas de CSAV y por los gastos operacionales. En la sección Análisis de Flujo de Caja (página 10) más adelante se entrega un análisis más detallado.



Activos por impuestos Corrientes	al 31 de diciembre de 2023	al 31 de diciembre de 2022
Remanente IVA Crédito Fiscal	1,7	1,1
Impuesto renta por recuperar	1.207,0	512,7
Créditos por impuestos pagados en el extranjero	317,8	-
Total activos por impuestos corrientes	1.526,4	513,8

(Para más detalle revisar Nota 18 de los Estados Financieros)

La cuenta de **activos por impuestos corrientes** se incrementó en MMUS\$ 1.012,6 debido principalmente al registro del: (a) saldo de los créditos por impuestos pagados en Alemania, ascendente a MMUS\$ 317,8 y (b) impuesto renta por recuperar en euros por el equivalente a MMUS\$ 694,3, correspondiente a retenciones efectuadas en Alemania, tanto a los dividendos distribuidos a CSAV Alemania por HLAG como a los dividendos distribuidos hacia Chile por CSAV Alemania durante el año 2023. Estas retenciones ascienden a MMEUR 876 y MMEUR 234, respectivamente, como se detalla en la siguiente tabla:

Entidad que entrega el dividendo	Fecha de Pago Dividendo	Dividendo [EUR mm]	Tasa de Retención [%]	Retención [EUR mm]	Entidad que recibe la retención
Hapag-Lloyd	8 de mayo, 2023	3,322	26.375%	876*	CSAV Alemania
CSAV Alemania	8 de mayo, 2023	1,732	10.550%	183	CSAV Chile
CSAV Alemania	8 de agosto, 2023	480	10.550%	51	CSAV Chile
Total				1,110**	

Notas: (*) A dicho monto se le debe deducir el pago de impuestos de 1,61%. Esta retención, al ser recuperada por CSAV Alemania está sujeta a una nueva retención de 26,375% (15,825% de impuestos y 10,550% de retención por recuperar).

(**) EUR/USD las fluctuaciones de tipo de cambio no serán cubiertas con instrumentos financieros.

Adicionalmente, los MMUS\$ 317,8 se componen de: MMUS\$385,7 de impuestos pagados en el extranjero correspondientes al 15,825% de impuestos (*withholding tax*) por los dividendos distribuidos desde CSAV Alemania a CSAV Chile y por MMUS\$18,5 de impuesto corporativo pagado por la subsidiaria CSAV Germany Container Holding GmbH, a lo que se le descuentan MMUS\$86,4 imputados a la provisión de impuesto a la renta en Chile.



Detalle de movimientos de la Inversión de CSAV en HLAG	MMUS\$
Saldo al 1 enero de 2023	9.169,7
Participación en resultados de HLAG	947,0
Participación en otros resultados integrales	(5,3)
Dividendos recibidos	(3.660,1)
Otros cambios patrimoniales	(1,3)
Movimiento del periodo	(2.719,7)
Saldo al 31 de diciembre de 2023	6.449,9



Los principales movimientos en esta cuenta de inversión de CSAV en HLAG se explican por la distribución de dividendos de HLAG efectuada el 8 de mayo de 2023 con cargo a las utilidades de 2022 por MMUS\$ 3.660,1, compensado parcialmente por el registro de la participación de CSAV en el resultado de HLAG por el año 2023 de MMUS\$ 947,0, dado los buenos resultados en el negocio de portacontenedores que serán detallados más adelante, a lo que se suman ajustes patrimoniales y Otros resultados integrales de MMUS\$ 6,6 en el periodo. Cabe señalar, que la participación de CSAV en la propiedad de HLAG se mantuvo sin variaciones durante el periodo (30%).

La distribución de dividendos por parte de HLAG a la subsidiaria de CSAV en Alemania, CSAV Germany Container Holding GmbH (en adelante “CSAV Alemania”), correspondió a EUR 63 por acción equivalentes a MMEUR 3.321,9 (MMUS\$ 3.660,1 al tipo de cambio EUR/USD publicado por el Banco Central de Chile al día de pago). Sin embargo, este dividendo se encuentra sujeto a un impuesto de retención provisorio de un 26,375% equivalente a MMEUR 876,2, por lo que la subsidiaria Alemana de CSAV recibió un flujo neto efectivo de MMEUR 2.445,8.

Por su parte, la tasa de impuesto a la renta en Alemania es del 32,275% sobre la renta líquida imponible determinada. De acuerdo a la ley alemana, un 95% del dividendo distribuido por Hapag-Lloyd es una renta exenta de impuesto en Alemania. El impuesto de retención provisorio indicado en el párrafo anterior es imputable al impuesto a la renta por pagar por CSAV Alemania, pudiendo ésta última solicitar la devolución del exceso de dicha retención, estimándose que la retención por recuperar por parte de CSAV Alemania ascendería a MMEUR 823.

Respecto a los fondos pagados entre CSAV Alemania y su matriz en Chile, la subsidiaria realizó una distribución de dividendos por un total de MMEUR 1.732,4, a la cual correspondió aplicar nuevamente una retención de 26,375% por MMEUR 456,9, recibiendo CSAV en Chile un flujo neto de MMEUR 1.275,5 por concepto de dividendos. CSAV puede solicitar una devolución del 40% del impuesto retenido, lo cual resulta en una tasa efectiva de impuesto de retención del 15,825% por MMEUR 274 y en una retención por recuperar de MMEUR 183 en Chile. Adicionalmente, CSAV Alemania realizó el pago del saldo de deuda intercompañía mantenida con su matriz en Chile y una distribución de capital, ambos por un monto total de MMEUR 695,4. De esta forma, el flujo neto recibido por CSAV en Chile correspondió a MMEUR 1.970,9.



Respecto a la disminución de MMUS\$ 501,5 en la cuenta **Activos por impuestos diferidos**, esta variación se explica por el uso de la pérdida tributaria acumulada al cierre del periodo 2022 de USD\$ 496,9.

En el contexto de un proceso de fiscalización de la pérdida tributaria de arrastre declarada por CSAV para el año tributario 2020, el Servicio de Impuestos Internos (“SII”) solicitó antecedentes específicos relativos al origen de la referida pérdida tributaria de arrastre a dicha fecha, extendiéndolo también a la estructura corporativa de la inversión de CSAV en Alemania, la influencia de CSAV en la administración o en la gestión de Hapag-Lloyd, y la forma en que CSAV

reconoce las rentas de fuente extranjera, a la luz de las normas contenidas en el artículo 41 G de la Ley de la Renta. Dentro de dicho contexto, el 28 de abril de 2023, el SII notificó la Citación N°33, en la cual se solicitó aclarar y complementar las respuestas entregadas por CSAV, manifestando el SII ciertos cuestionamientos respecto de los criterios utilizados por la Compañía en relación con el tratamiento tributario de las rentas de fuente extranjera, en el marco del artículo 41 G de la Ley de la Renta, como asimismo, sobre gastos legales menores. Con fecha 2 de octubre de 2023 el Servicio de Impuestos Internos emitió la Carta de Aviso de Término de Fiscalización indicado que no se detectaron diferencias de impuesto respecto de las partidas revisadas.

↓ Al 31 de diciembre de 2023, los **pasivos totales** disminuyeron en MMUS\$ 2.202,2 con respecto a los existentes al 31 de diciembre de 2022. Esta variación se explica principalmente por la disminución de **pasivos corrientes** en MMUS\$ 2.166,2 y por una disminución de los **pasivos no corrientes** en MMUS\$ 35,8.

↓ Los **pasivos financieros corrientes** disminuyen en MMUS\$ 560,9 explicado en gran medida por el pago de MMUS\$ 520 del crédito asociado al financiamiento de retenciones tomado en 2022, sumado al pago del crédito mantenido con el Banco Security por MMUS\$ 35 y al pago de la última cuota del crédito mantenido con el Banco Itaú por US\$ 5.

↓

	al 31 de diciembre de 2023	al 31 de diciembre de 2022
Pasivos por impuestos corrientes MMUS\$		
Provisión por impuesto renta	127,9	18,0
Reclasificación al impuesto renta por recuperar	(20,2)	(8,2)
Reclasificación PPM y créditos por impuestos pagados en el exterior	(99,2)	-
Otros Impuestos por pagar	0,0	0,0
Total pasivos por impuestos corrientes	8,5	9,8

La cuenta **pasivos por impuestos corrientes** disminuyó levemente por una mayor provisión de impuesto a la renta de MMUS\$ 109,9, generada principalmente por los dividendos recibidos en CSAV Chile, compensado por un mayor impuesto renta por recuperar en Alemania de MMUS\$ 12,0, por créditos por impuestos pagados en el extranjero por MMUS\$ 86,4 y por pagos provisionales mensuales pagados en Alemania por MMUS\$ 12,8.

↓ Respecto a los **otros pasivos corrientes no financieros** disminuyen en MMUS\$ 1.604,6 producto principalmente de la distribución de dividendo mínimo obligatorio de CSAV en Chile con cargo al 2022 realizada el 25 de mayo de 2023 por MMUS\$ 1.669,0, compensado en parte por el registro del dividendo mínimo obligatorio por los resultados acumulados del 2023 de MMUS\$ 77,4.

↓ Por otra parte, los **pasivos no corrientes** disminuyeron en MMUS\$ 35,8 respecto al periodo del año anterior, debido al rescate anticipado del Bono Serie C por MMUS\$ 100 y a la reclasificación de provisiones no corrientes a corrientes por MMUS\$ 2,5. Dichas disminuciones fueron compensadas por un mayor pasivo por impuesto diferido por MMUS\$ 66,5, generado por un ingreso diferido

producto de las retenciones por recuperar desde el extranjero, las cuales no alcanzaron a ser recibidas dentro del ejercicio 2023. Cabe señalar que la Compañía al cierre de año ya no cuenta con deuda financiera.



Al 31 de diciembre de 2023, el **patrimonio** aumentó en MMUS\$ 174,1 con respecto al existente al 31 de diciembre de 2022. Esta variación se explica por la mayor ganancia del periodo registrada al 31 de diciembre de 2023 por MMUS\$ 258,1, compensado por la provisión del dividendo mínimo sobre los resultados del período que se presentan en Otros pasivos corrientes por MMUS\$ 77,4 y por una disminución en Otro resultado integral y otros cambios menores de MMUS\$ 6,6, el que se explica por la participación de CSAV en los Otros resultados integrales y Otras reservas patrimoniales de HLAG.

b) Estado de Resultados

Estado de Resultados	al 31 de diciembre		Variación	
	2023	2022	%	MM US\$
	MM US\$	MM US\$		
Gasto de administración	(15,4)	(40,9)	(62%)	25,6
Otros ingresos operacionales	0,1	2,5	(98%)	(2,4)
Resultado de actividades operacionales	(15,3)	(38,4)	(60%)	23,1
Gastos financieros netos	2,6	(20,0)	(113%)	22,6
Participación en asociadas y negocios conjuntos	947,0	5.378,3	(82%)	(4.431,3)
Diferencia de cambio y otros no operacionales	1,2	(5,8)	(120%)	7,0
Gasto/Utilidad por impuesto a las ganancias	(677,4)	249,2	(372%)	(926,6)
Ganancia (pérdida) del periodo	258,1	5.563,2	(95%)	(5.305,1)

 El **Resultado atribuible a la controladora acumulado** al 31 de diciembre de 2023 ascendió a una ganancia de MMUS\$ 258,1, lo que se compara con el resultado de MMUS\$ 5.563,2 del año anterior.

 Los **Gastos de Administración** ascendieron a MMUS\$ 15,4 durante el año, registrando un menor gasto en MMUS\$ 25,6 respecto al año anterior producto principalmente de una menor provisión de la participación variable de los directores sobre los dividendos a distribuir con cargo a las utilidades del año.

 Los **Otros ingresos operacionales** registraron una utilidad menor que se compara con los MMUS\$ 2,5 del período del año anterior que se explica principalmente por la venta de un activo fijo.

 Los **Gastos financieros netos** fueron menores en el período por MMUS\$ 22,6. Durante el primer semestre de este año comparado con el anterior pese a que se tuvo un mayor nivel de deuda financiera y a una mayor tasa promedio de deuda en USD, dichos gastos fueron compensados por los ingresos financieros derivados del mayor saldo de caja promedio durante el mes de mayo, y por un menor flujo de pago intereses en EUR asociado a las coberturas cambiaria del tipo *Cross Currency Swap EUR/USD* contratadas sobre el financiamiento de retenciones obtenido en USD en junio de 2022, para así calzar de mejor manera la deuda en EUR con las retenciones por recuperar en la misma moneda. Por su parte, en el segundo semestre el nivel de deuda disminuye a MMUS\$ 100, menor nivel que el registrado a en el segundo semestre de 2022 de MMUS\$ 660. Mencionar también que dicho saldo de deuda fue prepago el 26 de diciembre de 2023.

 Respecto al resultado en la **Participación en asociadas y negocios conjuntos**, CSAV reconoció en 2023 una utilidad de MMUS\$ 947,0, menor a los MMUS\$ 5.378,3 del mismo período del año anterior. Esto se explica principalmente por un ajuste de mercado postpandemia y mayor oferta de naves, que se ha visto reflejado en menores tarifas de flete. Dicho proceso de normalización aún se encuentra en búsqueda de un nuevo equilibrio de largo plazo.



El gasto por **diferencia de cambio** registrada en el período fue negativa de MMUS\$ 53,7, principalmente por la variación de tipo de cambio EUR/USD asociada a las retenciones por recuperar desde Alemania denominadas en EUR, las cuales adicionalmente se vieron incrementadas de forma considerable tras la distribución de dividendo realizado por Hapag-Lloyd el 8 de mayo de 2023. Cabe señalar, que en mayo de 2023 se liquidaron las coberturas cambiarias contratadas el periodo anterior, las que permitieron compensar en gran medida las variaciones de tipo de cambio EUR/USD durante su mantención. Sin embargo, la Compañía no continuará con esta cobertura cambiaria debido a que no se tiene una fecha cierta de devolución de las retenciones y que una fluctuación relevante del euro sobre el dólar podría implicar un descalce de caja.



El **gasto por impuestos a las ganancias** del año 2023 ascendió a MMUS\$ 677,4 lo que representa un mayor gasto de MMUS\$ 926,6 respecto del año anterior. Este se explica principalmente por el reverso de activos por impuesto diferidos por MMUS\$ 496,9 generados por las pérdidas tributarias acumuladas de arrastre, el registro de impuestos diferidos por MMUS\$ 71,1 y de una provisión de impuesto a la renta de CSAV Germany de MMUS\$ 41,4 y de MMUS\$ 86,5 en CSAV; efectos contrarrestados por un ingreso por crédito corporativo de CSAV Germany por MMUS\$ 18,5.

c) Análisis del Flujo de Efectivo

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

Flujo de Efectivo MMUS\$	al 31 de diciembre de		Variación	
	2023	2022		
Efectivo al inicio del periodo	97,2	23,7	310%	73,5
Flujo procedente de Operaciones	(709,0)	(29,6)	2.297%	(679,4)
Pagos procedentes de actividades de operación	(34,9)	(29,6)	18%	(5,4)
Impuestos y otros	(674,0)	(0,0)	-	(674,0)
Flujo procedente de Actividades de Inversión	3.248,2	1.468,6	121%	1.779,7
Dividendos recibidos	3.660,1	1.989,8	84%	1.670,4
Otras entradas (salidas) de efectivo	(429,1)	(524,8)	(18%)	95,7
Compra (venta) de propiedades, plantas y equipo	(0,0)	(1,4)	(98%)	1,4
Intereses recibidos y otros	17,3	1,9	831%	15,4
Flujo procedente de Actividades de Financiamiento	(2.335,6)	(1.334,0)	75%	(1.001,6)
Importes (Pagos) de préstamos, neto	(677,7)	59,3	(1.243%)	(737,0)
Dividendos pagados	(1.643,7)	(1.371,3)	20%	(272,4)
Pago de intereses y otras salidas	(14,2)	(22,0)	(35%)	7,8
Efecto de variación por Tipo de Cambio	(22,6)	(31,5)	(28%)	8,9
Var. Flujo de Efectivo y equivalentes al Efectivo	181,1	73,5	146%	107,6
Efectivo final del periodo	278,3	97,2	186%	181,1

 La variación neta de la cuenta **Efectivo y equivalentes al efectivo**, entre el 31 de diciembre de 2022 y el 31 de diciembre de 2023 fue positiva por MMUS\$ 181,1.

 El **Flujo procedente de actividades de operación** fue negativo en MMUS\$ 709,0 en el periodo, lo que representa un mayor flujo de pago de MMUS\$ 679,4 respecto al año anterior, el cual se explica principalmente por las retenciones generadas sobre los dividendos distribuidos desde CSAV Alemania a CSAV Chile por MMUS\$ 674,0. De este monto, MMUS\$ 257,1 corresponden a impuesto renta por recuperar por parte de CSAV y MMUS\$ 416,9 a impuestos pagados en el extranjero por CSAV y CSAV Alemania.

 El **Flujo procedente de actividades de inversión** fue positivo en MMUS\$ 3.248,2, lo que representa un mayor flujo recibido de MMUS\$ 1.779,7 respecto al año anterior, explicado principalmente por un mayor dividendo recibido en CSAV Alemania por parte de HLAG por MMUS\$ 3.660,1, por mayores intereses percibidos dado el mayor nivel de caja durante el mes de mayo y desde agosto al recuperar una retención. Dichos efectos son compensados parcialmente por otras salidas de efectivo por MMUS\$ 429,1, correspondiente a los impuestos de retención de 26,375% sobre el monto del dividendo de HLAG por MMUS\$ 965,3, neto de la devolución de la retención asociada a un dividendo del año 2022 por MMUS\$ 536,3.

 El **Flujo procedente de actividades de financiamiento** al cierre fue negativo por MMUS\$ 2.335,6, lo que representa un mayor flujo de pago por MMUS\$ 1.001,6 respecto al año anterior, explicado principalmente por el pago neto de créditos por MMUS\$ 677,7 durante el 2023 en comparación con el ingreso neto de MMUS\$ 59,3 del año anterior, sumado a un mayor pago de dividendo

mínimo obligatorio de MMUS\$ 1,643,7, dado los buenos resultados del 2022. Los pagos de créditos de este año están asociados en gran medida al financiamiento de retenciones realizado en 2022.

d) Índices Financieros

Los principales indicadores financieros al 31 de diciembre de 2023 y al 31 de diciembre de 2022 son los siguientes:

i. Índice de Liquidez

Índice de Liquidez		Al 31 de diciembre de	
		2023	2022
Liquidez Corriente	=	$\frac{\text{Activos Corrientes}}{\text{Pasivos Corrientes}}$	
		0,279	0,063



 **Liquidez Corriente:** Este índice mejoró respecto a diciembre de 2022 debido a una disminución de los pasivos corrientes (MMUS\$ 2.166,2) y por un aumento de los activos corrientes (MMUS\$ 1.193,8). Recordar que el principal factor de la disminución de los pasivos corrientes es el pago del dividendo mínimo obligatorio por parte de CSAV en Chile provisionados al cierre del 2022, mientras que el aumento de los activos corrientes corresponde principalmente a los impuestos de retención por recuperar por parte de CSAV.

ii. Índice de Endeudamiento

Índices de Endeudamiento		al 31 de diciembre de 2023	al 31 de diciembre de 2022
Endeudamiento	=	$\frac{\text{Pasivos Totales}}{\text{Patrimonio}}$	2,2% / 30,1%
Endeudamiento de Corto Plazo	=	$\frac{\text{Pasivos Corrientes}}{\text{Pasivos Totales}}$	58,8% / 95,4%
Endeudamiento de Largo Plazo	=	$\frac{\text{Pasivos No Corrientes}}{\text{Pasivos Totales}}$	41,2% / 4,6%

  **Endeudamiento:** Este índice mejora en relación con diciembre de 2022 por una disminución de los Pasivos totales (-MMUS\$ 2.202,0 / -92% var.) y un aumento en el patrimonio (MMUS\$ 174,1/ 2% var.). La disminución en pasivos se explica principalmente por el pago en 2023 del dividendo mínimo obligatorio provisionado al cierre del 2022.

  **Apalancamiento de Corto Plazo:** Este índice aumenta muy levemente respecto a diciembre de 2022, debido a una menor disminución porcentual de los pasivos corrientes (-MMUS\$ 2.166,2 / -95% var.), respecto a la disminución en los pasivos totales (-MMUS\$ 2.202,0 / -92% var.), explicado en la sección 1 a) del presente informe.

  **Apalancamiento de Largo Plazo:** En contraposición al indicador anterior, este índice disminuye muy levemente respecto a diciembre de 2022 debido a que los pasivos no corrientes (-MMUS\$ 35,8 / 33% var.) tienen una disminución porcentual mayor que los pasivos totales (-MMUS\$ 2.202,0 / -92% var.), ambos efectos explicados en la sección 1 a) del presente informe.

iii. Índice de Rentabilidad

Índices de Rentabilidad		al 31 de diciembre de 2023	al 31 de diciembre de 2022
Rentabilidad del Patrimonio	=	$\frac{\text{Resultado Controladora 12M}}{\text{Patrimonio Promedio}}$	3,2% / 86,9%
Rentabilidad del Activo	=	$\frac{\text{Resultado Controladora 12M}}{\text{Activos Promedio}}$	2,8% / 68,2%
Retorno de Dividendos	=	$\frac{\text{Dividendos Pagados en los últimos 12 meses}}{\text{Precio de Mercado de la Acción}}$	52,7% / 34,1%
Ratio de Pago de Dividendos*	=	$\frac{\text{Dividendos Pagados últimos 12M}}{\text{Resultado Controladora 12M}}$	646,6% / 24,6%
Resultado por Acción	=	$\frac{\text{Resultado Controladora 12M}}{\text{Número de Acciones}}$	0,005 / 0,108
Valor Bursátil de la Acción (en pesos chilenos)		53,3	67,0

*Usando el Tipo de Cambio observado de la fecha de cierre US\$ 895,06

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



✘ **Rentabilidad del Patrimonio:** El indicador disminuye en comparación con el observado a diciembre de 2022, debido a un menor resultado 12M atribuible a los controladores de MMUS\$ 258,1 comparado con las utilidades de MMUS\$ 5.563,2 por el periodo 2022 (-MMUS\$ 5.305,1 / -95% var.), y por un incremento en el patrimonio promedio (MMUS\$ 1.602,9 / 25%).



✘ **Rentabilidad del Activo:** Este índice empeora respecto a diciembre de 2022, debido a una disminución del resultado atribuible a los controladores (-MMUS\$ 5.305,1 / -95% var) y dado al aumento del activo promedio (MMUS\$ 1.086,9 / 13% var).



✘ **Retorno de Dividendos:** Este índice aumenta debido al incremento de los dividendos pagados los últimos 12 meses, sumado a la disminución del precio de mercado de la acción al cierre de 2023 versus el cierre de diciembre de 2022.



✘ **Ratio de Pago de Dividendos:** Este índice crece debido al incremento de los dividendos pagados los últimos 12 meses, sumado a la disminución en el resultado de la controladora en los últimos doce meses respecto al cierre de diciembre de 2022.



✘ **Resultado por Acción:** La utilidad por acción empeoró respecto a diciembre de 2022 producto de un menor resultado 12M (-MMUS\$ 5.305,1 / -95% var.), acorde a lo explicado en el primer indicador de este subgrupo de ratios, manteniéndose sin variación el número total de acciones emitidas y suscritas.



✘ **Valor bursátil de la acción:** El valor de la acción al 31 de diciembre de 2023 disminuyó un 19% en relación con el 31 de diciembre de 2022.

2. Análisis de los Resultados de Hapag-Lloyd al 31 de diciembre de 2023

i. Análisis de la Principales Cifras de Hapag-Lloyd

Cifras relevantes al	al 31 de diciembre		Variación	
	2023	2022	%	#
Flota Total	266	251	6%	15
Capacidad Total de Naves	TTEU 1.972	1.797	10%	175
Capacidad Total de Contenedores	TTEU 2.975	2.972	0%	3
Tarifas (promedio del período)	US\$/TEU 1.500	2.863	(48%)	(1.363)
Volumen Transportado	TTEU 11.907	11.843	1%	64
Ingresos	MM US\$ 19.393	36.401	(47%)	(17.008)
Gastos de Transporte	MM US\$ (12.854)	(14.469)	(11,2%)	1.615
Precio de Combustible (combinado MFO / MDO, promedio del período)	US\$/ton 614	753	(18%)	(139)
EBITDA	MM US\$ 4.825	20.474	(76,4%)	(15.649)
EBIT	MM US\$ 2.738	18.467	(85%)	(15.729)
Utilidad (Pérdida)	MM US\$ 3.191	17.959	(82%)	(14.768)
Flujo de las Operaciones ¹⁾	MM US\$ 4.966	20.591	(76%)	(15.625)
Indicadores de Resultados				
Margen EBITDA (EBITDA / Ingresos)	24,9%	56,2%	(31%)	
Margen EBIT (EBIT / Ingresos)	14,1%	50,7%	(37%)	
ROIC (NOPAT/IC) ²⁾	15,6%	111,6%	(96%)	

Notas: 1) Desde 4Q22 los pagos de intereses no se registran en el flujo operacional, sino en el flujo de inversiones

2) En 1Q23 se realizaron ajustes al cálculo de ROIC, los cuales fueron ajustados correspondientes a las cifras históricas. NOPAT: *Net Operating Profit After Tax* (Resultado después de impuestos ajustado) /IC: Capital Invertido sin considerar las inversiones financieras en *money markets*

El 2023 fue un año de ajustes en el mercado luego de los períodos de buenos resultados visualizados en la pandemia. El año estuvo marcado por una demanda débil donde en la primera parte del año se vivió un proceso de disminución de inventarios a nivel mundial, y luego la segunda parte del año se advirtió mejor en término de volúmenes, lo que hace cerrar el año con un casi nulo crecimiento de volúmenes de contenedores mundiales para la industria. En términos de oferta, el año tuvo una alta entrada de nueva flota alcanzando un 8,2% de crecimiento. En consecuencia, las tarifas bajaron de manera considerable, en 48% desde US\$ 2.863/TEU en 2022 a US\$ 1.500/TEU.

Por su parte, los gastos de transporte que incluyen: combustible, manejo y transporte de carga, equipos y reposicionamiento, naves y viajes, y otros, disminuyen en un 11,2%, dado principalmente por el menor costo del combustible, explicado por un menor precio del combustible, menores tiempos de tránsito tras la disipación de la congestión y por una menor velocidad de navegación. A su vez, el menor costo de manejo y transporte de carga (-18%) se explica en gran parte por un menor tiempo de estadía en tierra (*“detention and demurrage”*) de la carga dada la eliminación de la congestión. Al medir el total de costos por contenedor (incluido los costos de transporte más depreciación y amortizaciones) este disminuye un 12% desde US\$/TEU 1.320 en 2022 a US\$/TEU 1.160 en 2023. Si bien dicho costo ha venido disminuyendo y acumula una caída de -16% en un año, éste se encuentra un 13% por sobre el nivel del año 2019 (US\$ 1.012/TEU).

En resumen, el año acumula un menor nivel de ingresos (-47%) dado por una caída en el precio de los fletes (-48%) y un volumen transportado relativamente plano (0,5%). Por su parte, los costos brutos

operacionales disminuyen 11,2%, siendo dicha reducción mayor a la caída en volumen, lo que implicó una reducción en los costos por TEU. En consecuencia, se visualizan menores márgenes y el EBITDA disminuye un 76% año contra año, reflejando un margen EBITDA de 24,9% (2022: 56,2%). En línea con lo anterior, la utilidad disminuye 82% (a MMUS\$ 17.959) con un margen utilidad sobre las ventas de 16,5% (2022: 49,3%).

Después de la adquisición del negocio de terminales de la Sociedad Matriz SAAM S.A el 1 de agosto de 2023, HLAG comenzó a reportar de manera separada el segmento de negocios naviero del negocio de terminales e infraestructura. Cabe mencionar, que en el negocio de terminales e infraestructura el resultado considera el resultado de Spinelli desde ene23, JMBaxi desde abr23 y SAAM Terminals desde ago23. Para el año 2023, el negocio de terminales aportó MMUS\$ 50 a nivel de EBITDA y MMUS\$ 21 a nivel de EBIT.

ii. Indicadores de Balance y Liquidez de Hapag-Lloyd

Indicadores de Balance		al 31 de	al 31 de	Variación	
		diciembre de	diciembre de	%	#
		2023	2022		
Activos Totales	MM US\$	32.135	41.298	(22%)	(9.163)
Pasivos Totales	MM US\$	11.348	11.503	(1%)	(155)
Patrimonio	MM US\$	20.787	29.795	(30%)	(9.008)
Patrimonio / Activos Totales	%	64,7%	72,1%	(10%)	
Indicadores de Deuda					
Deuda Financiera	MM US\$	5.572	5.804	(4%)	(232)
Caja y Equivalentes a Caja (incluye inversiones financieras)	MM US\$	8.479	19.241	(56%)	(10.762)
Liquidez Neta (efectivo y equivalente a efectivo - deuda financiera)	MM US\$	(2.907)	(13.437)	(78%)	10.530

Al analizar los indicadores de balance, la disminución de los activos (MMUS\$ 9.163) se explica principalmente por la disminución en el efectivo y equivalente dado el pago del dividendo del año (MMUS\$ 12.226,1), en parte compensado por un aumento en los activos fijos (+MMUS\$ 2.766). Este último se explica principalmente por un aumento en naves, equipamiento y contenedores por MMUS\$ 2.742 y por la adquisición de SAAM Terminals, Spinelli y JMBAXI Ports & Logistics, entre otros, compensado por la depreciación del período (MMUS\$ 1.967).

Los pasivos totales disminuyen MMUS\$ 155, lo que se compone de una disminución de MMUS\$ 291 en los pasivos corrientes y un aumento de MMUS\$ 135 en los pasivos no corrientes. Los pasivos corrientes disminuyen principalmente por un menor reconocimiento de viajes no terminados dado el menor precio de los fletes. La deuda financiera disminuye en MMUS\$ 232 dado por menores contratos de arriendos (MMUS\$ 336) y un aumento de la deuda por MMUS\$ 104. Hapag-Lloyd cierra el año con una caja de MMUS\$ 8.479 y una liquidez neta de MMUS\$ 2.907. Por su parte, el patrimonio disminuye en MMUS\$ 9.008 producto del pago del dividendo por MMUS\$ 12.242, en parte compensado por la utilidad del año por MMUS\$ 3.191.

Cabe mencionar que, hacia fines de años, comenzaron nuevos problemas logísticos, esta vez en el Mar Rojo. A partir de los conflictos entre Israel y Palestina, un grupo yemení, los hutíes, comenzó a atacar a los buques que transitaban por la zona. Esto implicó que las principales navieras decidieron evitar transitar por dicha área y comenzaron a realizar una ruta más larga vía el Cabo de la Buena Esperanza. Esto provocó un alza de las tarifas spot que cerró el año en su mayor nivel (US\$ 1.760 / TEU). A la fecha la situación continúa.

Por último, Hapag-Lloyd publicó el rango de sus perspectivas de resultados para el año 2024, los cuales consideran un EBITDA entre MMUS\$ 1.100-3.300 (2023: MMUS\$ 4.825) y un EBIT entre MMUS\$ -1.100-1.100 (2023: MMUS\$ 2.783).

3. Situación de Mercado

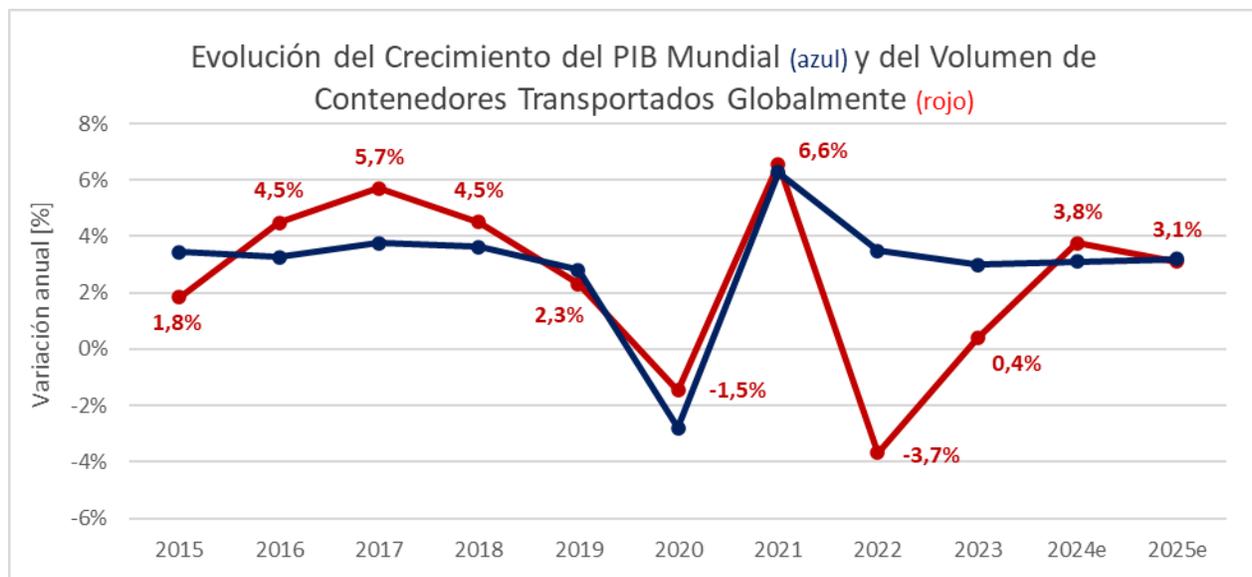
A continuación, se desglosará la situación del mercado de la industria portacontenedores –en la que CSAV participa a través de su inversión en la naviera alemana Hapag-Lloyd desde 2014 (contabilizada como negocio conjunto bajo el método de la participación) y que al 31 de diciembre posee un 30% en propiedad.

a) Contexto Histórico

i. El Crecimiento de la Industria tiene relación directa al crecimiento del PIB Mundial

Hasta antes del inicio de la consolidación de la industria portacontenedores (iniciado con la fusión de CSAV y HLAG en 2014), las líneas operadoras mantenían una estrategia centrada en el crecimiento y aumento de su participación de mercado, que se vio impulsada por la globalización, el desarrollo tecnológico y el traslado de la manufactura hacia economías emergentes. Sin embargo, hoy en día en una economía hiper conectada, la industria destaca por haber alcanzado un mayor grado de madurez y es posible relacionar el comercio internacional de bienes –en donde el transporte marítimo en contenedores concentra la mayor participación en relación con otras vías de transporte– de manera directa al PIB mundial.

Entre el 2012 y el 2018, el PIB mundial mantuvo un crecimiento constante en torno al 3,5% y los volúmenes de contenedores transportados estuvieron levemente por sobre ese valor. Sin embargo, ya en 2018 y en medio de las tensiones comerciales entre Estado Unidos y China se comenzó a observar una leve reducción en la tendencia de crecimiento anual del PIB. Esta tendencia bajista se intensificó en 2019 y aún más al cierre del 2020 y 2022 (en consecuencias al COVID-19). El año 2023 por su parte, mostró un crecimiento menor de 0,4% y para los próximos años se espera una tendencia de crecimiento de la industria más alta, por sobre el 3%.



Fuente: Clarksons Research volumen contenedores 2013-2023 (Mar-24); PIB Mundial - FMI (Ene-24)

ii. La Industria se ha consolidado en búsqueda de eficiencias y nuevas estrategias

Aun cuando existe un número relevante de participantes dentro de la industria naviera portacontenedores - especialmente en el segmento de compañías de menor tamaño - se ha observado durante los últimos años una creciente evolución hacia la mayor consolidación de la industria.

La importante ola de fusiones y adquisiciones de la industria se inició con la combinación del negocio de portacontenedores de CSAV y HLAG, en 2014, la cual, posteriormente se fusionó con la naviera árabe UASC, en mayo de 2017, posicionando a HLAG desde entonces dentro de las cinco navieras más grandes a nivel mundial en términos de capacidad de arrastre.

Otras operaciones relevantes han sido la adquisición de la naviera chilena CCNI por parte de la alemana Hamburg Süd y la posterior compra de Hamburg Süd por parte de la naviera danesa Maersk, concluida esta última transacción en noviembre de 2017, aunque siguen operando bajo estructuras independientes. Además, para concretar esta adquisición, Maersk debió desligarse del negocio de cabotaje en Brasil por su alta concentración en este negocio, el que fue adquirido por CMA CGM, naviera francesa que previamente compró a la japonesa APL.

Por otra parte, las principales navieras asiáticas también realizaron importantes operaciones de fusiones y adquisiciones. La compañía naviera China Shipping se fusionó con la también naviera de origen chino, COSCO, compañía que posteriormente adquirió la compañía hongkonesa Orient Overseas Container Lines (OOCL), en julio de 2018. Además, se anunció la asociación de las tres principales compañías navieras japonesas (K-Line, NYK y MOL) en una sola entidad, la que comenzó a operar de forma conjunta bajo el nombre de Ocean Network Express (ONE) durante el 2018. Sin embargo, a pesar de concretarse la adquisición de OOCL y del inicio de operaciones de ONE, estas compañías se mantienen como entidades independientes, sin capturar todavía todas las sinergias potenciales de una integración completa. Lo anterior evidencia que el mayor tamaño de las compañías navieras involucradas en transacciones de este tipo agrega mayores complejidades en estos procesos, mayores costos y menores eficiencias obtenidas, generando un rendimiento decreciente de los beneficios asociados a la mayor escala de operación.

En este proceso de consolidación ha sido relevante también la quiebra y cese de servicios de Hanjin Shipping ocurrida el 2016, compañía de origen coreano y en ese entonces la séptima compañía de transporte de contenedores (según medida en capacidad de arrastre). Esta quiebra es la más grande que ha enfrentado la industria portacontenedores.

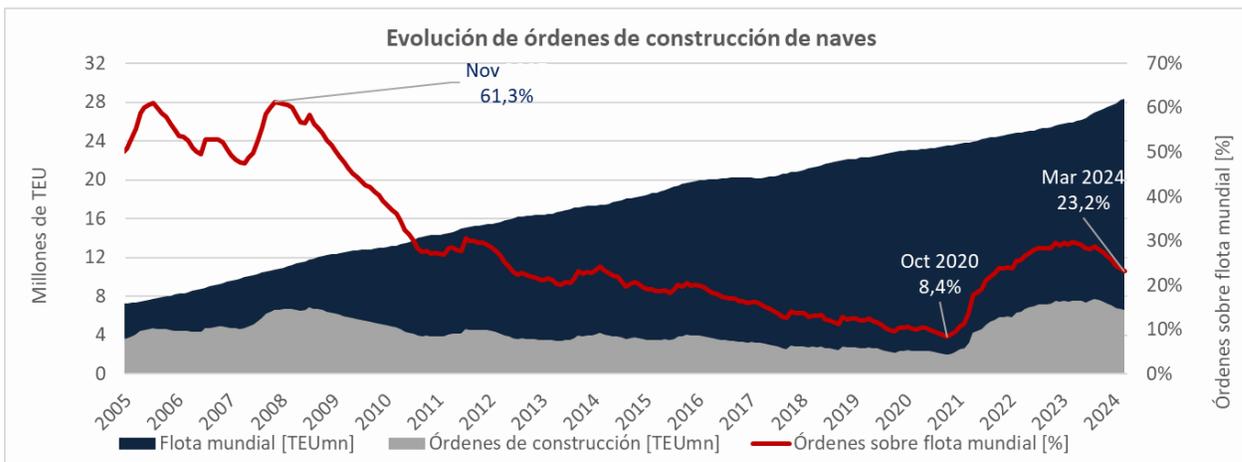
La materialización de estas transacciones y la quiebra de Hanjin han llevado a que actualmente los diez principales operadores del mundo concentren casi un 85% de la capacidad instalada, mientras que los primeros cinco mantienen cerca de un 65%.

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

La actual estructura de alianzas anunciada durante el 2016 y que comenzó a operar de forma global en los distintos tráficos durante el segundo trimestre de 2017, concentra cerca del 90% de la capacidad total de transporte en los principales tráficos de largo alcance este-oeste de la industria. Los principales cambios en este reordenamiento fueron la disolución de las alianzas Ocean Three, G6 y CKYHE, para dar origen a tres nuevas alianzas: Ocean Alliance, lideradas por CMA CGM y COSCO, y THE Alliance – integrada por HLAG–, además de la alianza 2M entre Maersk y MSC. Cabe destacar, que durante el segundo trimestre de 2019 se confirmó la integración de HMM a THE Alliance, renovándose su acuerdo de operación conjunta en abril de 2020 por un plazo de 10 años más.

En el último año se han visto cambios a estas alianzas. En enero de 2023 Maersk y MSC anunciaron que su alianza no se renovará y por tanto terminaría en enero 2025. Más recientemente en enero 2024 Hapag-Lloyd anunció su salida de THE Alliance y la creación de la “Cooperación Géminis” en la que participará junto a Maersk y que comenzará operación en febrero de 2025. Por su parte, Ocean Alliance extendió su compromiso de operación por 5 años, con lo cual vencería en 2032.

iii. Indicadores de la oferta de naves



Fuente: Clarksons Research (Mar-24)

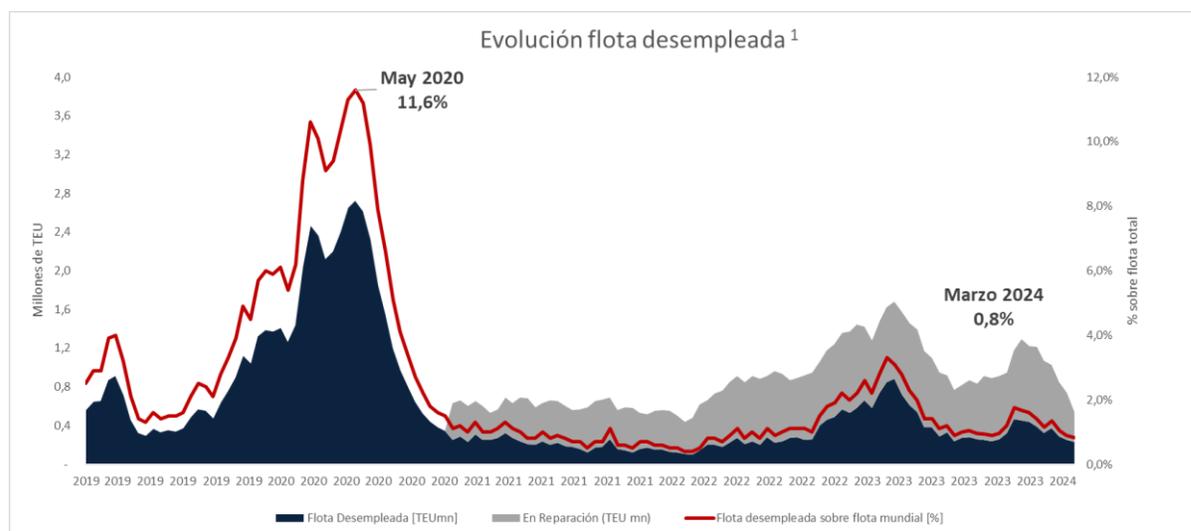
Tal como se mencionó anteriormente, la economía mundial y la demanda por contenedores crecía fuertemente en los años 2000 pre-crisis *subprime*, por lo que las órdenes por nuevas naves se encontraban en niveles altos dada la fuerte demanda. Entre los años 2005 y 2008, el promedio de las órdenes de construcción sobre el total de la flota mundial era cercano al 55%. Luego la industria enfrenta la crisis financiera de 2008 lo que ocasionó un importante nivel de sobreoferta en el

mercado. En los años siguientes se logró una significativa disminución en este aspecto, que llegó a niveles mínimos históricos de 8,4% en octubre de 2020. Dicha tendencia tendió al alza en los últimos años, para disminuir nuevamente en los últimos meses producto de la entrega de naves y las menores nuevas órdenes, con lo que, a marzo de 2024, este indicador se encuentra en un 23%.

Por su parte, el crecimiento de la oferta para los próximos años se puede calcular si se considera, por un lado, la capacidad total de transporte de las naves en construcción respecto a la flota total, siendo esta la capacidad que se incorporará a la flota operativa dentro de los próximos 24 a 30 meses (tiempo promedio de construcción y entrega de las naves), y por otro, la capacidad de transporte que sale anualmente de operación por desguace de las naves. En términos de renovación de la flota, el desguace de naves se ha mantenido en niveles bajos durante los últimos años, a modo de ejemplo el promedio de los últimos 5 años es de 0,5% de desguace anual. En consideración que al normalizar un el desguace de una nave que tiene un vida útil de 25 años, se debiese esperar un desguace de 4% anualmente.

iv. Efectiva gestión de flota mantuvo en equilibrio oferta y demanda

Al crecimiento bruto de la industria (construcción de nuevas naves más renovación de flota) se suman las distintas iniciativas adoptadas de forma individual y en conjunto por las compañías navieras, a través de las alianzas operacionales, con el objetivo de mantener niveles de utilización adecuados de la red, independiente de las fluctuaciones de corto plazo de la demanda. La mantención de niveles de utilización estable es fundamental para la integridad y sustentabilidad de la calidad de servicio, que se entrega a los clientes, así como también para la mantención de las eficiencias de costos generados con esta escala de operación.



NOTA:

¹ Hasta mediados de noviembre de 2021 la flota "desempleada" incluía naves detenidas por reparaciones extraordinarias o conversiones, excluyendo siempre aquellas naves detenidas por reparaciones rutinarias. A partir de entonces, la flota "desempleada" incluye solo la considerada "comercialmente inactiva" (capacidad sobrante en el mercado o en la flota de los operadores).

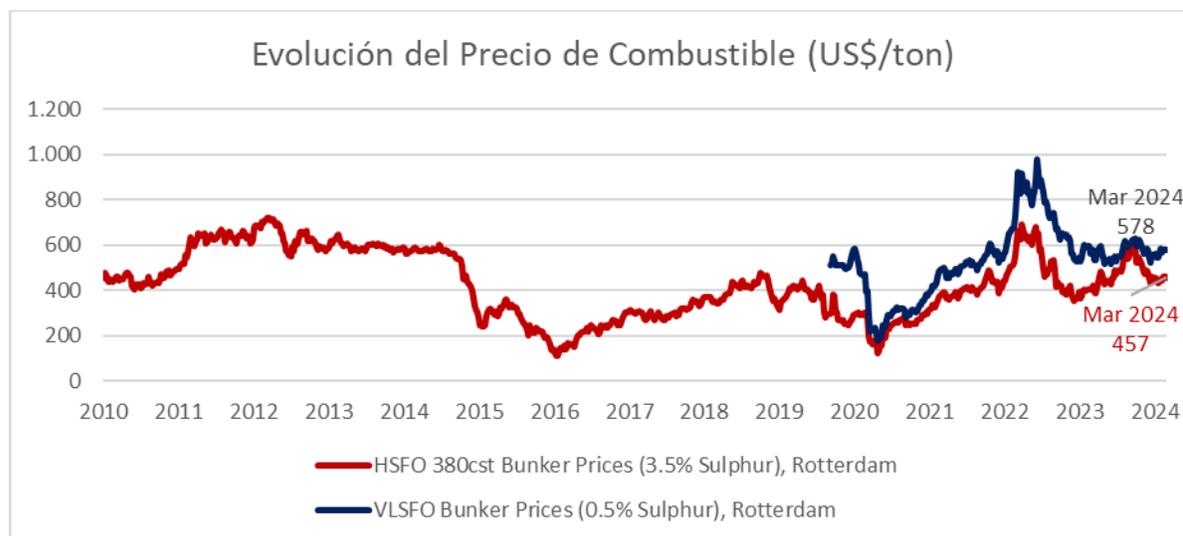
Fuente: *Alphaliner Monthly Monitor (Feb-24)*

La flota detenida es un indicador sensible a las variables de gestión y al equilibrio entre la oferta y la demanda, y desde fines del 2015 y hasta mediados de 2017 diversos factores –como la apertura de la ampliación del canal de Panamá en julio de 2016 y el importante número de naves de gran tamaño y alta eficiencia entregadas durante los años 2014 y 2015– mantuvieron este indicador en niveles elevados, resultando en un significativo desguace de naves de menor tamaño.

En abril de 2017, se inició la operación de las nuevas alianzas globales y con esto parte de la flota detenida hasta ese momento fue reincorporada a la flota activa. Esto, junto a los esfuerzos en desguace realizados por la industria durante los años anteriores, mantuvo estable este indicador desde mediados de 2017 hasta mediados de 2019. Por su parte, las fuertes alzas de flota detenida durante el primer semestre del año 2020 y posterior baja significativa que se han visualizado desde fines del año 2020 resultan en que la flota mundial se encuentre casi en un 100% activa. Esto se explica principalmente a las fluctuaciones de demandas y distorsiones que provocó la pandemia del covid-19. En el último año dicha flota detenida se ha mantenido en niveles bajo, lo cual pese a una demanda con casi cero crecimiento, se explica porque gran parte de la flota bajo arriendo se encuentra contratada al mediano-largo plazo.

v. El combustible es el insumo principal en la industria

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



Fuente: Clarksons Research (Mar-24)

Respecto a su evolución histórica, desde el 2011 hasta fines de 2014 el precio del combustible se mantuvo relativamente estable a un nivel alto. Posteriormente, durante el 2015 se observó una fuerte caída en el precio de este insumo, alcanzando su valor histórico más bajo. Sin embargo,

desde inicios del 2016 se ha observado un moderado pero continuo incremento en el precio del combustible, llegando a recuperar a fines del 2018 gran parte del nivel perdido a fines del 2014, manteniendo una constante presión sobre los costos de operación y en las tarifas de transporte consideradas como de equilibrio.

Al cierre de 2018, el precio del combustible presentó una marcada volatilidad, la que posteriormente se tradujo en una tendencia a la baja durante el segundo semestre de 2019. Esto último se encuentra asociado esencialmente a la menor demanda estimada y la liquidación de inventarios por parte de proveedores del que, hasta ese momento, era el combustible más ampliamente utilizado en la operación marítima. Lo anterior, se debe a la aplicación de la nueva normativa sobre emisiones de sulfuro al aire “IMO 2020” de la industria naviera, que obliga a utilizar a nivel mundial, a partir del 1 enero de 2020, un combustible que contiene un nivel máximo de presencia de azufre de 0,5% (llamado *very low sulphur fuel oil* o VLSFO por sus siglas en inglés), muy inferior al 3,5% utilizado previamente en los grandes trayectos oceánicos.

Dicha norma IMO2020 ha generado cambios en la infraestructura, ya que en adelante existe la opción de operar las naves con combustible más refinado y menos económico; adaptar las naves con filtros de aires que permiten utilizar el combustible alto en azufre o buscar nuevas alternativas de combustibles como el GNL. A modo de ejemplo, la flota de naves portacontenedores que han completado la instalación de filtros de aire asciende a casi un 37% sobre la flota total, mientras que otras alternativas como el uso de GNL aún se mantiene en 4% de la flota actual.

Al mirar la composición de las nuevas órdenes, solo un 15% de éstas son naves convencionales, un 27% corresponde a naves con purificadores, un 34% son naves que podrán operar con GNL (o duales) y un 25% de naves con propulsión a metanol. Estos cambios en las órdenes de flota responden a una industria que está en un proceso de descarbonización y en búsqueda de combustibles alternativos más limpio.

En relación a lo anterior, en 2023 entró en vigencia una nueva medida medioambiental “IMO2023” la cual busca reducir gradualmente las emisiones de CO₂ de buques comerciales. Bajo esta normativa, cada nave deberá medir su Índice de Eficiencia Energética de Buques Existentes (EEXI) y el Indicador de Intensidad de Carbono (CII). En base a estos indicadores, las naves serán categorizadas de manera que las naves en categorías más ineficientes tienen entre uno a tres años para tomar medidas correctivas o si no estas no podrán continuar operando.

Adicionalmente, en la Unión Europea (UE) la industria naviera ha sido incluida dentro del mercado de bonos de carbono. Esto significa que las naves deberán medir sus emisiones, las cuales serán contabilizadas en un 100% si la ruta se realiza entre puertos de la misma UE o 50% si es entre un puerto de la UE y uno externo. Con esto se contabilizarán las emisiones de CO₂e las cuales deberán ser compensadas en un 40% a partir de 2024, seguido del 70% a partir de 2025 y el 100% en 2026.

En vista de estos cambios medioambientales, Hapag-Lloyd ha tomado diversas medidas para reducir sus emisiones. Una parte tiene que ver con que las nuevas adquisiciones tienen motores a GNL o son GNL *ready*, lo cual permite reducir las emisiones en alrededor de un 25%. También ha continuado y ha expandido el uso de biocombustibles. En 2020 inició pruebas piloto con este combustible y ya al cierre de 2022 se encontraba usando este combustible (como mezcla al bunker normal) en 24 naves, con la posibilidad de expandir este consumo hacia más naves en el futuro. El biocombustible que se genera principalmente de la reutilización de los aceites de cocina (domiciliarios), produce un 80% menos de emisiones que el bunker normal.

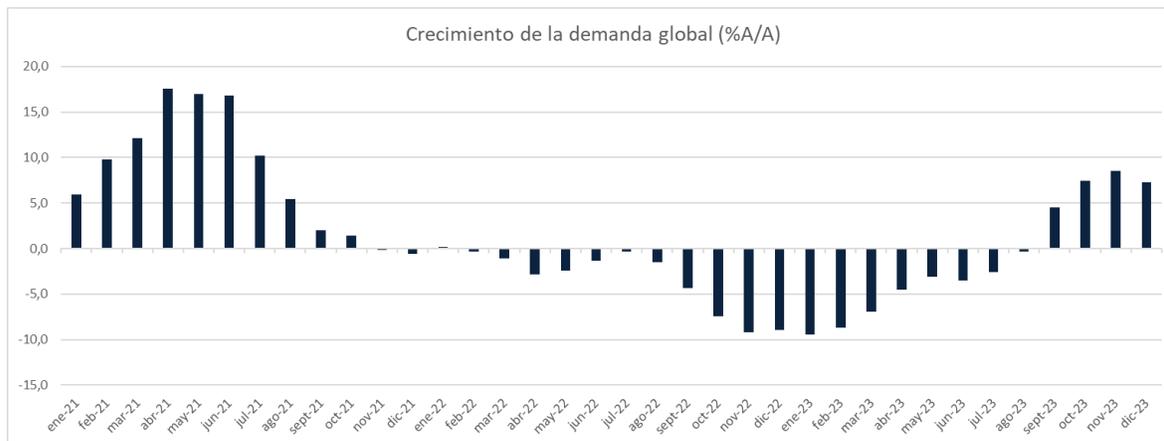
Adicionalmente, Hapag-Lloyd se encuentran avanzando en un Programa de re-optimización de Flota. Este es un plan a 5 años para perfeccionar 150 naves gracias al cambio de hélices, recambio a cascos más hidrodinámicos y pinturas de casco mejoradas que minimicen las resistencias a la fricción y, por lo tanto, disminuyan su huella de carbono. Con este plan se espera reducir el consumo de combustible entre un 6-7%, además de poder aumentar la capacidad de carga los barcos, e involucra una inversión del orden de US\$ 750 millones.

Por su parte, los costos de descarbonización relacionada a la normativa específica en la Unión Europea, Hapag-Lloyd espera traspasar dichos costos a los clientes a través de recargos.

Pese a que los combustibles han estado menos caros este año, que el año anterior, es necesario subrayar que existe una evolución al alza en los precios de los combustibles, que se ha visto acentuada por los conflictos geopolíticos que se encuentran en desarrollo relacionados a Rusia, Ucrania y más recientemente Israel y Palestina. En esta línea cabe recordar que los precios de fletes bajo contrato incluyen un recargo ante escenarios de alza en los precios de los combustibles (MFR: *marine fuel recovery surcharge*), pero éste opera con un cierto desfase.

b) Escenario actual

i. Fluctuaciones de demanda mercado por el Covid-19



Fuente: Clarksons Research (mar-24)

El escenario de la economía mundial y de la industria portacontenedores en específico, estuvo marcado en los últimos años por la pandemia del Covid-19. A inicios del año 2020 la industria sufrió una fuerte contracción de la demanda a nivel mundial producto de las diferentes medidas de restricción de movilidad adoptadas por autoridades locales con el fin de contener la propagación del coronavirus, dada la incertidumbre que este escenario generaba.

A pesar de lo anterior, desde la segunda mitad del año 2020 y en 2021 se comienza a registrar una abrupta recuperación en los volúmenes transportados por varias razones. Algunas de éstas son la fuerte demanda por bienes durables a nivel mundial (en desmedro de servicios), la necesidad de las empresas de alcanzar un nivel de inventario adecuado acorde a esta mayor demanda, la flexibilización de las medidas de movilidad, ayudas fiscales, entre otros.

Luego de la fuerte demanda visualizada durante el ciclo fuerte de la pandemia, desde fines de 2021, el mercado ha venido mostrando signos de debilitamiento. Según estimaciones de Clarksons Research, el volumen de contenedores transportados durante 2020 sufrió una caída del 1,5% año contra año, luego hubo un aumento de 6,6% en el 2021 y el 2022 cerró con una disminución de 3,7%. Ésta última está asociada principalmente a temas de congestión y a una menor demanda hacia fines de año. Por su parte, el año 2023 cerró con un crecimiento menor de 0,4%. Para 2024 y 2025 Clarksons Research proyecta un crecimiento de la demanda por transporte marítimo de 3,8% y 3,1% respectivamente.

ii. Disrupciones en la cadena logística 2020-2022

La fuerte demanda presentada a partir del segundo semestre de 2020 en conjunto con las restricciones de movilidad asociadas a la pandemia generó una escasez de contenedores para el transporte y una congestión importante en toda la cadena logística. Por lo que, pese a que la industria tuvo prácticamente la totalidad de su capacidad de flota activa, la cadena logística se vio afectada, mostrando un alza en las tarifas.

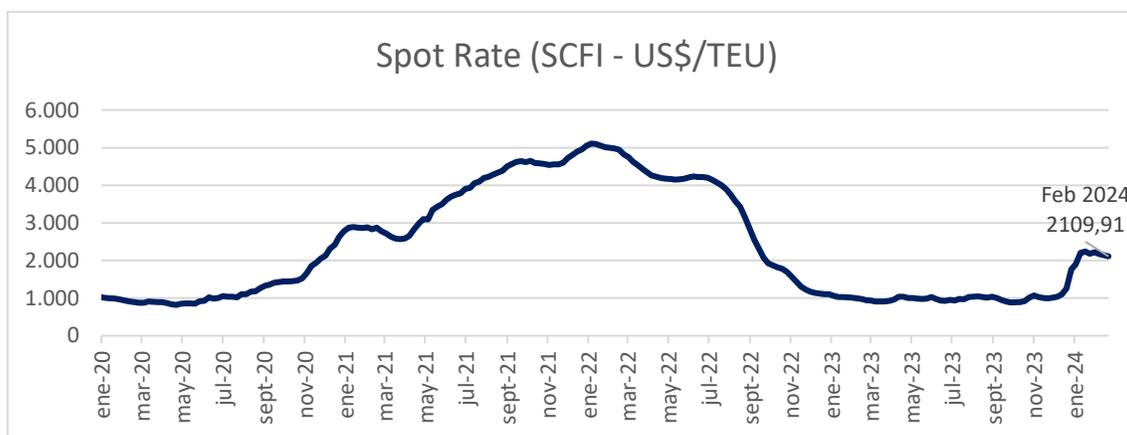
Esta histórica alza se debe principalmente a la alta inelasticidad del volumen por servicios de transporte marítimo demandado por productores e importadores de bienes a nivel mundial, los cuales se ven enfrentados a una capacidad limitada de servicios de transporte durante un periodo de tiempo, a pesar de que la industria se encuentra operando a una completa capacidad. Esta alza también ha evidenciado que el costo logístico de transporte marítimo para estas cargas es un acotado eslabón dentro de una cadena logística mayor, representando una porción ajustada dentro del costo total de transporte y más aún sobre el valor comercial del bien transportado.

La cadena logística se vio saturada con una serie de “embotellamientos” y limitaciones. Algunos de los factores limitantes en la cadena logística fueron los protocolos sanitarios Covid que se tradujo en: (i) menor personal en toda la cadena logística: aduanas, puertos, transporte terrestre, etc., (ii) menor personal dado a que parte de ellos migraron a industrias con menor exposición a la crisis, (iii) mayor congestión marítima que significó mayores tiempos de espera para ser atendidos en

puertos, (iv) menor rotación de contenedores producto de la ralentización en la cadena logística, lo que generó escasez de contenedores en los puntos de alta demanda que fue en parte solucionado con mayores compras de contenedores y reposicionamiento, (v) mayores tiempos de traslados terrestre producto de cordones sanitarios, controles en ruta, toques de queda menor personal, entre otros.

Para intentar contrarrestar los problemas logísticos, Hapag-Lloyd implementó medidas de manera de poder ofrecer un mejor servicio a sus clientes. Parte de estas medidas son: (i) optimizar las redes y reubicar naves en puntos de alta demanda, (ii) redireccionar carga a puertos menos congestionados y buscar mejores alternativas en tierra, (iii) comprar naves de segunda mano, arriendo de naves adicionales y contratar cargadores adicionales, (iv) comprar contenedores adicionales y aumentar la reparación de contenedores antiguos, (v) incorporar más personal, mayores capacidades y soluciones tecnológicas, entre otros.

El índice de precios de Shanghai (“*Shanghai Containerized Freight Index*” – SCFI) es un indicador que permite conocer la tendencia semanal de los cierres de tarifa de flete para embarques “spot” (embarques no sujetos a contratos con las líneas navieras). En el gráfico se puede ver la significativa alza desde mediados del año 2020, la cual ha iniciado una clara tendencia a la baja desde mediados del año 2022. Esta caída se explica principalmente por menor congestión logística producto de una menor la demanda, normalización de inventarios y por la entrada de naves durante el año 2022.



Fuente: Clarksons Research (Mar-24) Shanghai Containerized Freight Index.

En 2023 el SCFI se mantuvo en niveles relativamente estables cercanos a los 1.000 US\$/TEU. Sin embargo, hacia fines del año comenzaron conflictos en el mar rojo y se puede observar en el gráfico un leve repunte de las tarifas spot. En resumen, a partir de los conflictos entre Israel y Palestina, un grupo yemení pro-palestina, los hutíes, comenzó a atacar a los buques que transitaban por la zona del estrecho de Bab al-Mandab. Producto de lo anterior, las principales navieras decidieron evitar o reducir su tránsito por dicha área y comenzaron a realizar una ruta más larga vía el Cabo de la Buena Esperanza. Esto provocó un alza de las tarifas spot que cerró el año en su mayor nivel (US\$ 1.760 / TEU).

iii. Flota, órdenes de naves actual y nuevas adquisiciones

Tal como mencionamos anteriormente, en los últimos años la flota ha venido creciendo alineada con un racional de largo plazo. Un nivel de equilibrio en las órdenes de construcción respecto a la flota total y según las condiciones actuales de mercado. Sin embargo, desde 2021, varios operadores y no operadores han anunciado cierres de contrato de construcción de naves, aumentando la relación de órdenes de construcción/flota actual.

En este contexto, cabe destacar que Hapag-Lloyd fue una de las compañías que confirmó nuevas órdenes. Las órdenes de Hapag-Lloyd fueron 12 naves con capacidad de transporte individual de 23.600 TEU, y que cuentan con un sistema dual altamente eficiente de motores de alta presión que operan con gas natural licuado y que además incorporan la opción de operar con combustible convencional. A lo anterior se suma la compra de 5 naves de 13.000-13.250 TEU y el arriendo de otras 5 naves de 13.000. Parte de estas naves ya han sido recibidas a lo largo del año 2023 (124.600 TEU) y entre 2024 y 2025 se espera incorporar 252.840 TEU adicionales. A esto se suma la capacidad que agrega la integración de NileDutch (29.500 TEU) y DAL (Deutsche Afrika-Linien – 6.589 TEU) y las compras de naves de segunda mano.

También, en línea con la estrategia de Hapag-Lloyd ésta ha continuado ampliando su participación en el sector de terminales portuarios, más recientemente a través de acuerdos para adquirir participaciones en el negocio de terminales de SM SAAM, con sede en Chile, Spinelli Group, con sede en Italia y JM Baxi, con sede en India. Además, Hapag-Lloyd tiene participaciones en JadeWeserPort en Wilhelmshaven, el Terminal de contenedores Altenwerder en Hamburgo, el Terminal TC3 en Tangier y el Terminal 2 en Damietta, que actualmente se encuentra en construcción.

4. Análisis de los Riesgos de Mercado

Como se describe en la Nota 5 los Estados Financieros Intermedios al 31 de diciembre de 2023, la inversión que mantiene CSAV en Hapag-Lloyd es equivalente al 78,7% del total de activos consolidados de la Compañía.

Mediante su inversión en Hapag-Lloyd, el negocio de portacontenedores representa para CSAV el principal activo de la compañía. Aunque no está en exposición directa a los riesgos de la industria de portacontenedores, sí lo está de manera indirecta. Estos riesgos afectan directamente el valor de la inversión que CSAV mantiene en dicho negocio conjunto y también el flujo de dividendos provenientes de Hapag-Lloyd y sus necesidades de capital.

De todas formas, los riesgos del negocio de transporte de contenedores —operado íntegramente por Hapag-Lloyd son gestionados de forma autónoma por la administración de dicho negocio conjunto y bajo los estándares que aplican a una sociedad abierta y regulada en Alemania.

Entendido lo anterior, los riesgos a los que se encuentra expuesto CSAV se pueden clasificar en: (a) Riesgo del Negocio, (b) Riesgo de Crédito, (c) Riesgo de Liquidez y (d) Riesgo de Mercado.

i. Riesgo del Negocio

Los principales riesgos de negocio a los que está expuesta CSAV son aquellos relacionados al (i) equilibrio de oferta y demanda por transporte marítimo, (ii) riesgos asociados a sus principales mercados geográficos y (iii) nivel de precios de los combustibles.

i. Equilibrio de Oferta y Demanda: La demanda por transporte naviero está altamente correlacionada con el crecimiento del PIB mundial y el comercio. Por otra parte, la oferta de transporte naviero está determinada en función de la flota mundial de buques, la cual fluctúa producto de la entrega de nuevos barcos y el desguace de aquellos que están obsoletos o no son rentables de operar. Por lo tanto, el equilibrio en el negocio portacontenedores, operado y gestionado por HLAG, se ve directamente afectado por la evolución de ambas variables.

El desbalance entre oferta y demanda puede afectar de mayor o menor forma a los operadores navieros dependiendo del tipo de flota que operen (antigüedad de sus buques, consumo de combustible y versatilidad, entre otras características), del porcentaje de flota propia y del porcentaje y estructura de su flota arrendada (apalancamiento operacional) con respecto a la industria. Una exposición significativa a una flota arrendada puede impactar negativamente los resultados y la posición financiera de los operadores cuando el costo de arriendo de las naves no fluctúa correlacionado con las variaciones en las tarifas de flete descontado el costo del combustible (tarifa ex-bunker), ya sea por desequilibrios del mercado o por la duración de los contratos de arriendo de naves a tarifas fijas.

A la vez, la duración y antigüedad de los contratos de arriendo pueden significar una limitación en la capacidad de las compañías navieras para ajustar su flota operada y modificar la velocidad de navegación de sus buques, de manera de poder reaccionar ante disminuciones bruscas en la demanda por transporte y ante iniciativas de racionalización y reducción de costos.

Cabe señalar, que HLAG se encuentra en constante evaluación de las condiciones del mercado para así identificar cualquier tipo de amenaza o riesgo extraordinario e implementar medidas correspondientes para puedan mitigar los posibles impactos negativos. Un claro ejemplo de esta gestión fue la implementación por parte de HLAG de múltiples medidas a inicios 2020, debido a los problemas de salud derivados del esparcimiento del Coronavirus. En dicha ocasión, HLAG formó un Comité Central de Crisis que veló por la ejecución de dos relevantes programas, el Plan de Continuidad Operacional, cuyo objetivo fue salvaguardar la seguridad y salud de los funcionarios manteniendo la operatividad de la compañía, y el Programa de Protección al Desempeño, con el objetivo de mitigar los efectos económicos de la pandemia. Todo lo anterior, fue de gran relevancia para minimizar y controlar los riesgos del negocio.

ii. Mercados Geográficos: En el transporte de contenedores, el negocio conjunto HLAG participa en todos los tráficos globales relevantes, distribuyendo sus operaciones en diversos mercados geográficos, atendiendo con sus servicios de línea en más de 137 países. Por esta diversificación geográfica la Compañía no está expuesta de forma especial a un grupo restringido de mercados, permitiendo compensar las posibles contingencias de mercado particulares a ciertos tráficos, pero estando expuesta a las variaciones globales. Aun teniendo una red global de servicios, HLAG posee una mayor exposición relativa, respecto al promedio de la industria, en los tráficos Transatlántico, América Latina y Oriente Medio, y una menor exposición relativa a los tráficos Transpacífico e Intra-Asia. Producto de la fusión entre HLAG y UASC, ocurrida en mayo de 2017, la exposición relativa de HLAG a los principales tráficos mundiales se volvió más balanceada, al incorporar la red de servicios de UASC y sus importantes volúmenes en los tráficos de Asia-Europa y Oriente Medio.

De esta forma, HLAG se encuentra menos expuesta a riesgos geopolíticos que pueden influir de forma significativa en el tráfico por ciertas rutas marítimas, como por ejemplo algunos conflictos armados actualmente en desarrollo. El conflicto velico entre Israel y Palestina recientemente reactivado desde octubre de 2023 derivó en que a fines del mismo años un grupo yemení denominado Hutíes comenzara a atacar buques que transitaban por el Mar Rojo, obligando a las principales navieras a desviar sus tráficos vía el Cabo de la Buena Esperanza para resguardar la seguridad de sus tripulantes y embarcaciones. Las implicancias de esta medida se han visualizado desde inicios del 2024, traducándose en un alza de los costos operacionales debido al mayor despliegue de flota y contenedores, sumado a reposicionamientos y trasbordos adicionales, para asegurar la normalidad y frecuencia en la ruta.

iii. Precio del Combustible: Un importante componente en la estructura de costos de la industria de transporte es el costo de la energía, que para la industria naviera es el petróleo que consumen las naves en su navegación y operación (comúnmente denominado “bunker”).

Debido a la fluctuación del precio de este insumo, en los servicios de transporte naviero, una parte

relevante de las ventas de flete marítimo se realizan a través de contratos, estando generalmente un porcentaje de las tarifas sujeto a recargos (ajustes de precio) en función de la variación del costo del combustible.

Con el fin de reducir el impacto de una posible volatilidad al alza para aquellas ventas y contratos que, teniendo esta cláusula, su cobertura sea limitada, o que contemplan una tarifa fija, HLAG eventualmente contrata derivados de combustible sobre los volúmenes que se encuentran descubiertos, aunque el uso de esta herramienta es acotada.

ii. Riesgo de Crédito

Al no tener la Compañía clientes en forma directa, el riesgo de crédito se deriva de la exposición a riesgo de contraparte en el caso de los activos financieros o derivados mantenidos con bancos u otras instituciones.

La política para la administración de sus activos financieros de la Compañía (cuentas corrientes, depósitos a plazo, pactos de retro compra, contratos de derivados, etc.) es mantener estos activos en instituciones financieras con clasificación de riesgo de grado de inversión.

iii. Riesgo de Liquidez

El riesgo de liquidez se refiere a la exposición de la Compañía a factores del negocio o de mercado que pueden afectar su capacidad de generación de resultados y flujos de caja, incluyendo el efecto que puedan tener las contingencias y requerimientos normativos asociados a la operación de sus negocios.

CSAV no tiene una exposición directa al negocio portacontenedores, como ha sido explicado en el desarrollo de esta nota, sino de forma indirecta como uno de los principales accionistas de HLAG, lo que ha limitado el riesgo de liquidez de la Compañía en dicho negocio principalmente a los flujos esperados de dividendos y/o aportes adicionales de capital que dicho negocio conjunto requiera.

iv. Riesgo de Mercado

El riesgo de mercado corresponde a la eventualidad que el valor de un activo o pasivo de la Compañía fluctúe de manera sostenida y permanente en el tiempo, como resultado de cambios en variables económicas claves para el negocio, tales como: (i) tasas de interés y (ii) tipos de cambio.

Exposición a cambios en la tasa de interés: Las variaciones de las tasas de interés impactan las obligaciones de la Compañía que se encuentran contratadas a tasa flotante.

Variaciones del tipo de cambio: La Compañía tiene como moneda funcional el dólar estadounidense debido a que la mayor parte de sus ingresos y costos operacionales están denominados en dicha moneda,

considerando también que es la moneda en la cual opera mayormente la industria del transporte naviero mundial, y es además la moneda funcional de HLAG. A pesar de lo anterior, la Compañía tiene a la vez flujos en otras monedas como pesos chilenos, euros y reales, entre otras.

A objeto de mitigar cambios en estas variables, la Compañía -de ser necesario-, puede hacer uso de coberturas financieras, cuya valorización a precios de mercado, de acuerdo con la política aplicable, se registra en los otros resultados integrales del patrimonio.

Cabe recordar que los impuestos por recuperar desde Alemania, activados en la porción corriente del balance, se encuentran denominados en euros al cierre del ejercicio 2023, los cuales al cierre de estos estados financieros no mantienen una cobertura cambiaria, debido a que no se tiene una fecha cierta de devolución de las retenciones y que una fluctuación relevante del euro sobre el dólar podría implicar un descalce de caja.



Hapag-Lloyd

www.csav.com

investor@csav.com