



## ANÁLISIS RAZONADO

En base a los Estados Financieros Consolidados  
al 31 de Marzo de 2016

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	4
c) Resultado Operacional por Segmento	6
<b>2. Diferencia entre valores Económicos y Libro de los Activos</b>	<b>8</b>
<b>3. Situación de Mercado</b>	<b>9</b>
a) Segmento Portacontenedores	9
b) Segmento Otros Servicios de Transporte	12
<b>4. Análisis del Flujo de Efectivo</b>	<b>14</b>
<b>5. Análisis de los Riesgos de Mercado</b>	<b>15</b>
<b>6. Índices Financieros</b>	<b>16</b>
a) Índice de Liquidez	16
b) Índice de Endeudamiento	17
c) Índice de Rentabilidad	18
d) Índice de Actividad	19

## 1. Análisis de la Situación Financiera

### a) Estado de Situación Financiera

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

ACTIVOS	al 31 de marzo de 2016	al 31 de diciembre de 2015	Variación
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
Activos corrientes	75,3	80,2	(4,9)
Activos no corrientes	2.120,0	2.145,5	(25,5)
<b>Total activos</b>	<b>2.195,3</b>	<b>2.225,7</b>	<b>(30,4)</b>

PASIVOS Y PATRIMONIO	al 31 de marzo de 2016	al 31 de diciembre de 2015	Variación
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
Pasivos corrientes	61,1	61,3	(0,1)
Pasivos no corrientes	117,0	113,5	3,5
Patrimonio controladora	2.008,4	2.042,4	(34,1)
Patrimonio no controladora	8,8	8,5	0,3
<b>Total pasivos y patrimonio</b>	<b>2.195,3</b>	<b>2.225,7</b>	<b>(30,4)</b>

Al 31 de marzo de 2016, los activos totales disminuyeron en MMUS\$ 30,4 con respecto a los existentes al 31 de diciembre de 2015. Esta variación se explica por una disminución de MMUS\$ 25,5 en los activos no corrientes y por una disminución de MMUS\$ 4,9 en los activos corrientes.

La disminución de MMUS\$ 25,5 en los activos no corrientes se explica principalmente por la disminución de MMUS\$ 15,4 en inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación, variación explicada casi en su totalidad por la disminución en la inversión en Hapag-Lloyd AG (en adelante HLAG) debido al reconocimiento de la participación en los resultados de este negocio conjunto y en otros resultados integrales, y por una disminución de MMUS\$ 9,5 en los activos por impuestos diferidos.

Los resultados de HLAG, así como el resto sus cambios patrimoniales, se contabilizan al valor proporcional en el rubro de inversiones bajo el método de la participación. Durante el primer trimestre de 2016, CSAV registró un resultado negativo de MMUS\$ 8,1 por su participación en los resultados del negocio conjunto HLAG, incluyendo los efectos de PPA, y un resultado negativo de MMUS\$ 7,4 por su participación en otros resultados integrales. Para mayor información ver Nota 15 de los presentes Estados Financieros Consolidados.

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

<b>Detalle de movimientos de la Inversión de CSAV en HLAG</b>	
	<b>MM US\$</b>
<b>Saldo al 31 de diciembre de 2015</b>	<b>1.792,4</b>
Participación en resultados de HLAG	(15,2)
Efecto de PPA en resultados	7,2
Total participación en resultados	(8,1)
Participación en otros resultados integrales	(7,4)
Otros cambios patrimoniales	-
<b>Saldo al 31 de marzo de 2016</b>	<b>1.777,0</b>

La disminución en los activos por impuestos diferidos de MMUS\$ 9,5 se explican principalmente por el efecto de la apreciación del tipo de cambio del Euro respecto del Dólar sobre la estructura de financiamiento dentro del Grupo CSAV, denominado en Euros y asociado a la inversión en HLAG. De esta forma, durante el primer trimestre de 2016, CSAV en términos individuales obtuvo una utilidad por diferencia de cambio afecta a tributación en Chile, y dicha provisión de impuestos rebajó la cuenta activos por impuestos diferidos.

Por su parte, la disminución de MMUS\$ 4,9 en los activos corrientes se explica por una disminución del efectivo y equivalentes al efectivo en MMUS\$ 13,1, de otros activos no financieros en MMUS\$ 0,4 y de activos por impuestos en MMUS\$ 0,2, compensado parcialmente por un aumento de deudores comerciales y cuentas por cobrar en MMUS\$ 8,0, de inventarios en MMUS\$ 0,4 y de cuentas por cobrar a entidades relacionadas de MMUS\$ 0,3.

Al 31 de marzo de 2016, los pasivos aumentaron en MMUS\$ 3,3 con respecto a los existentes al 31 de diciembre de 2015. Esta variación se explica por un aumento de MMUS\$ 3,5 en los pasivos no corrientes, compensado parcialmente por una disminución de MMUS\$ 0,1 en los pasivos corrientes.

El aumento de MMUS\$ 3,5 en los pasivos no corrientes se explica principalmente por un aumento en otras provisiones no corrientes de MUS\$ 2,6, debido a la reclasificación de provisiones entre corrientes y no corrientes, y por un aumento de los pasivos por impuestos diferidos de MMUS\$ 0,9.

La disminución de MMUS\$ 0,1 en los pasivos corrientes se explica principalmente por una disminución de MMUS\$ 2,6 por la reclasificación de otras provisiones corrientes a no corrientes previamente mencionada, de MMUS\$ 1,0 en otros pasivos financieros, de MMUS\$ 0,8 en otros pasivos no financieros y de MMUS\$ 0,4 de pasivos por impuestos, compensado parcialmente por un aumento de MUS\$ 3,7 en cuentas comerciales y cuentas por pagar y de MMUS\$ 0,7 en otras provisiones.

Al 31 de marzo de 2016, el patrimonio disminuyó en MMUS\$ 33,7 con respecto al existente al 31 de diciembre de 2015. Esta variación se explica principalmente por la pérdida de MMUS\$ 27,2 del ejercicio al 31 de marzo de 2016 y por un efecto negativo en Otras Reservas de MMUS\$ 6,8.

## b) Estado de Resultados

	al 31 de marzo de 2016	al 31 de marzo de 2015	Var
	MM US\$	MM US\$	MM US\$
Ingresos de actividades ordinarias	32,1	71,5	(39,4)
Costo de ventas	(37,1)	(70,6)	33,6
<b>Ganancia bruta</b>	<b>(4,9)</b>	<b>0,9</b>	<b>(5,8)</b>
Gasto de administración	(3,4)	(4,2)	0,8
Otros operacionales	0,5	0,5	0,0
<b>Resultado Operacional</b>	<b>(7,8)</b>	<b>(2,8)</b>	<b>(5,0)</b>
<b>R.A.I.I.D.A.I.E. (EBITDA)</b>	<b>(7,3)</b>	<b>(2,0)</b>	<b>(5,3)</b>
Gastos financieros netos	(0,7)	(0,7)	0,0
Participación asociadas y negocios conjuntos	(8,1)	59,1	(67,2)
Diferencia de cambio y otros no operacionales	(0,1)	1,5	(1,6)
Impuestos	(10,2)	13,2	(23,4)
<b>Resultados después de impuestos</b>	<b>(26,9)</b>	<b>70,3</b>	<b>(97,2)</b>
Resultado actividades continuadas	(26,9)	70,3	(97,2)
Resultado actividades descontinuadas	-	-	-
<b>Resultado atribuible a la controladora</b>	<b>(27,2)</b>	<b>70,9</b>	<b>(98,1)</b>

El **Resultado atribuible a la controladora** para el ejercicio al 31 de marzo de 2016 ascendió a una pérdida de MMUS\$ 27,2, lo que representa un menor resultado de MMUS\$ 98,1 respecto al mismo período del año anterior. Este resultado se explica principalmente por la pérdida reconocida por la participación en HLAG para el primer trimestre del 2016 y el efecto en gasto por impuesto de la variación del tipo de cambio del Euro sobre la estructura de financiamiento dentro del Grupo y asociadas a la inversión en HLAG.

El **Resultado de Actividades Operacionales**, ascendió a una pérdida de MMUS\$ 7,8 al 31 de marzo de 2016, lo que representa un menor resultado de MMUS\$ 5,0 respecto al mismo período del año anterior. Esta diferencia neta se explica mayormente por una menor ganancia bruta de MMUS\$ 5,8 respecto de igual período del año anterior.

El **Estado de Resultados** de CSAV muestra que los **Ingresos de Actividades Ordinarias** alcanzaron a MMUS\$ 32,1 al 31 de marzo de 2016, lo que representa una caída de MMUS\$ 39,4 respecto a igual período del año anterior. Esta significativa caída se explica en mayor medida por la salida de

CSAV de los negocios de transporte de carga refrigerada en naves cámara especializadas y del transporte de graneles sólidos. En efecto, una vez terminada la temporada de transporte de fruta en naves cámara 2014-2015 (segundo trimestre de 2015) CSAV decidió cerrar esta operación. Del mismo modo, con la entrega a su armador (arrendador) de la última nave granelera arrendada por CSAV ocurrida durante el tercer trimestre del 2015, la cual a su vez mantenía en sub arriendo hasta dicha fecha, CSAV terminó sus operaciones de transporte de graneles sólidos.

En una menor medida, esta caída de ingresos operacionales se explica también por los negativos efectos en las tarifas de flete y ventas de espacios a otros operadores, por la menor actividad y demanda por transporte de vehículos en los mercados de la costa oeste de Sudamérica y por el efecto negativo de la reajustabilidad de una parte de las tarifas de flete indexadas a la variación del precio del combustible, que considerando la caída registrada en el precio de dicho insumo durante los últimos trimestres, contribuyó también a la disminución de ingresos.

El **Costo de Ventas** alcanzó a MMUS\$ 37,1 al 31 de marzo de 2016, lo que representa una disminución de MMUS\$ 33,6 respecto a igual periodo del año anterior. Esta disminución del costo operacional está asociada mayormente a la salida de los negocios de transporte de carga sólida a granel y de carga refrigerada en buques cámara, y en una menor medida, con la menor actividad del mercado de transporte de automóviles. Adicionalmente, la caída en el Costo de Ventas también se explica por el menor precio promedio del combustible observado durante el 2015, el que cayó cerca de 49% comparado con igual periodo del año 2015. A pesar de lo anterior, y como mencionado anteriormente, dado que una parte de las ventas tiene cláusulas de reajustabilidad por la variación del precio del combustible una parte del efecto positivo en costos se vio parcialmente compensado con menores ingresos.

Los **Gastos de Administración** ascendieron a MMUS\$ 3,4 lo que representa una disminución de MMUS\$ 0,8 respecto a igual periodo del año anterior.

Por otra parte, los **Otros Operacionales** ascendieron a MMUS\$ 0,5 al 31 de marzo de 2016, manteniéndose estables respecto de los informados a igual fecha del año anterior.

Con respecto al resultado en las **Participación de asociadas y negocios conjuntos**, CSAV reconoció una pérdida de MMUS\$ 8,1, la que proviene casi en su totalidad de los resultados de su participación en HLAG. Este resultado se explica por la participación en los resultados de HLAG durante el primer trimestre del 2016, sumados a los efectos positivos del PPA reconocidos durante este periodo.

Acorde al método de la participación que aplica a un negocio conjunto, CSAV refleja en sus resultados su participación directa en el resultado atribuible a los propietarios de HLAG y también el efecto en resultados de la amortización de su PPA ("Purchase Price Allocation") sobre HLAG,

determinado al cierre de la transacción el 2 de diciembre de 2014 (esto, acorde a IAS 28). HLAG reportó al 31 de marzo de 2016 una pérdida atribuible a los propietarios de la controladora de MMUS\$ 48,5 y CSAV reconoció además una utilidad de MMUS\$ 22,8 por el efecto de la amortización del PPA correspondiente al primer trimestre del 2016. Sobre dichos valores la compañía aplicó su participación proporcional correspondiente al 31,35%. De esta forma, CSAV reconoció una pérdida de MMUS\$ 15,2 correspondiente a su participación directa en los resultados de HLAG durante el primer trimestre del presente año y una utilidad de MMUS\$ 7,2 por su participación en la amortización del PPA sobre HLAG para el periodo.

Durante el primer trimestre del 2016, CSAV reconoció una pérdida por **impuesto a las ganancias** de MMUS\$ 10,2, la que se generó principalmente por el efecto de la ya mencionada apreciación del tipo de cambio del Euro sobre el Dólar en la estructura de financiamiento dentro del Grupo y asociada a la inversión en HLAG, la que fue compensada en menor medida por el efecto en impuesto de las pérdidas operacionales del ejercicio y los efectos de cambio de tasa de impuesto sobre el activo por impuestos diferidos.

De esta forma, el Resultado atribuible a los propietarios de la controladora registró una pérdida de MMUS\$ 27,2 al primer trimestre del 2016, lo que representa un menor resultado por MMUS\$ 98,1 respecto al mismo periodo del año anterior.

### c) Resultado Operacional por Segmento

Al 31 de marzo de 2016, 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 siguen bajo el control de CSAV (activo diferido, pasivos financieros y otros).
- Otros Servicios de Transporte: comprenden la operación de CSAV en los servicios de transporte de automóviles (principalmente hacia los mercados de la costa oeste de Sudamérica), transporte de graneles líquidos en la costa oeste de Sudamérica y los servicios de operación logística y de freight forwarder a través del grupo de subsidiarias Norgistics. Tal como mencionado precedentemente, durante 2015 CSAV dejó de operar los negocios de transporte de graneles sólidos y el negocio de transporte de carga refrigerada en naves cámara.

A continuación se presenta la apertura del resultado por segmentos al 31 de marzo de 2015 (más detalles en la Nota 6 de los presentes Estados Financieros):

	Portacontenedores		Var MM US\$
	al 31 de marzo de 2016 MM US\$	al 31 de marzo de 2015 MM US\$	
Ingresos ordinarios	-	-	-
Costo de ventas	-	-	-
<b>Margen bruto</b>	-	-	-
Gasto de administración	(0,8)	(0,5)	(0,3)
Otros gastos operacionales	-	-	-
<b>Resultado de actividades operacionales</b>	<b>(0,8)</b>	<b>(0,5)</b>	<b>(0,3)</b>
Gastos financieros netos	(0,7)	(0,7)	(0,0)
Participación en resultado de asociadas	(8,1)	59,1	(67,2)
Diferencia de cambio y otros	0,0	1,5	(1,5)
Impuestos	(11,6)	11,1	(22,7)
<b>Resultado procedente de operaciones continuadas</b>	<b>(21,1)</b>	<b>70,5</b>	<b>(91,7)</b>
Ganancia (Pérdida) procedente de operaciones descontinuadas	-	-	-
Resultado atribuible a participaciones no controladoras	-	-	-
<b>Resultado atribuible a los controladores</b>	<b>(21,1)</b>	<b>70,5</b>	<b>(91,7)</b>

El negocio portacontenedores presentó durante el primer trimestre del 2016 una pérdida de MMUS\$ 21,1 millones que se explica principalmente por el ya mencionado resultado negativo en la inversión en HLAG y el efecto de la variación del tipo de cambio del Euro en el impuesto.

	Otros servicios de transporte		Var MM US\$
	al 31 de marzo de 2016 MM US\$	al 31 de marzo de 2015 MM US\$	
Ingresos ordinarios	32,1	71,5	(39,4)
Costo de ventas	(37,1)	(70,6)	33,6
<b>Margen bruto</b>	<b>(4,9)</b>	<b>0,9</b>	<b>(5,8)</b>
Gasto de administración	(2,6)	(3,7)	1,1
Otros gastos operacionales	0,5	0,5	0,0
<b>Resultado de actividades operacionales</b>	<b>(7,0)</b>	<b>(2,3)</b>	<b>(4,7)</b>
Gastos financieros netos	(0,0)	(0,0)	0,0
Participación en resultado de asociadas	-	-	-
Diferencia de cambio y otros	(0,1)	0,1	(0,2)
Impuestos	1,4	2,0	(0,6)
<b>Resultado procedente de operaciones continuadas</b>	<b>(5,8)</b>	<b>(0,2)</b>	<b>(5,5)</b>
Ganancia (Pérdida) procedente de operaciones descontinuadas	-	-	-
Resultado atribuible a participaciones no controladoras	0,3	(0,6)	0,9
<b>Resultado atribuible a los controladores</b>	<b>(6,1)</b>	<b>0,3</b>	<b>(6,4)</b>



Los otros servicios de transporte presentan una pérdida de MMUS\$ 6,1 durante el primer trimestre del 2016, lo que representa un peor resultado de MMUS\$ 6,4 respecto del mismo periodo del año anterior. Este menor resultado se explica por principalmente por las desfavorables condiciones de mercado en el negocio de transporte de vehículos, las cuales se han mantenido desde 2014, y que han afectado muy negativamente el volumen transportado y las tarifas de flete, además de reducir las ventas de espacios a terceros.

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

Los Estados Financieros al 31 de marzo de 2016 han sido preparados de acuerdo con las Normas Internacionales de Información Financiera (IFRS) aprobadas por la Superintendencia de Valores y Seguros, bajo cuya fiscalización se encuentra la compañía. Dado el horizonte de largo plazo de los activos de la compañía y las características de los servicios que presta y de la industria naviera en general, es complejo determinar una relación entre el valor libros de los principales activos de la compañía y el valor económico de los mismos, más allá de las disposiciones que IFRS define para ello y que la compañía ha adoptado.

### 3. Situación de Mercado

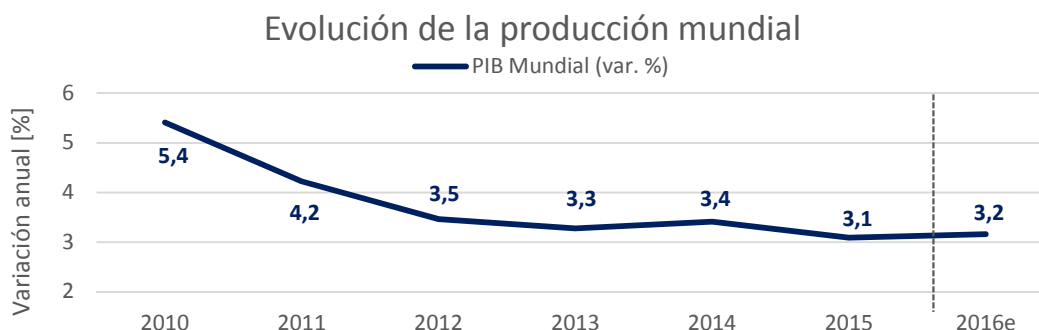
#### a) Segmento Portacontenedores

La compañía participa en el negocio portacontenedores a través de la inversión en HLAG (contabilizado como negocio conjunto). Si bien CSAV tiene influencia significativa y controla conjuntamente con otros socios principales a HLAG, dicho negocio conjunto tiene una Administración independiente que gestiona y controla sus riesgos en forma autónoma y de acuerdo a los estándares de una sociedad abierta y regulada en Alemania.

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

- Una aún débil economía mundial.

A nivel mundial, en los últimos años se ha mantenido el menor crecimiento del PIB, así como también un menor crecimiento de los volúmenes de bienes transportados a nivel global, siendo estos movilizados principalmente en contenedores por vía marítima.



Fuente: Fondo Monetario Internacional, abril 2016

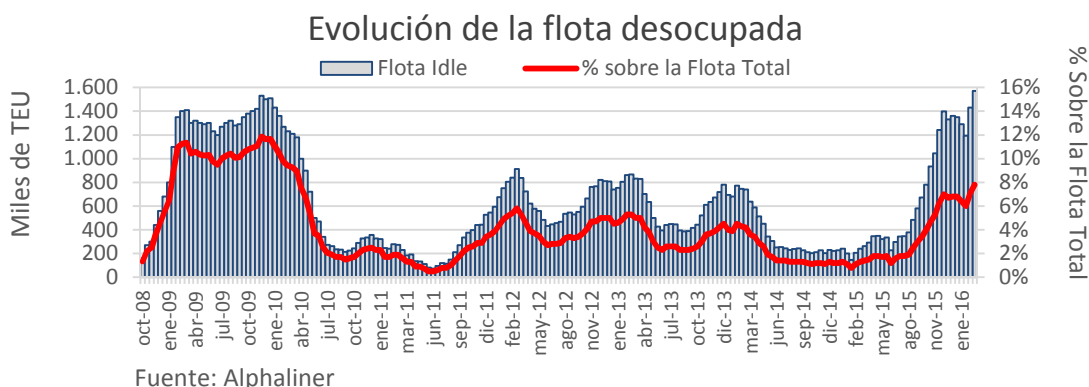
En particular, el crecimiento de China, y el resto de Asia, han mostrado un significativo menor dinamismo, afectando así sus importaciones y exportaciones, y de esta forma afectado del mismo modo los volúmenes transportados a nivel mundial negativamente. Sin embargo, El FMI proyecta para 2016 un leve fortalecimiento de la economía global.

- Sobreoferta de espacio.

La sobreoferta de capacidad instalada (medida en TEU) se generó principalmente durante los años previos a la crisis de 2008/2009 y desde entonces algunas de las principales compañías navieras del mundo han tomado una serie de medidas relevantes para mejorar esta condición prevaleciente en mercado. Entre algunas de estas medidas se encuentran el cierre

y reestructuración de servicios de transporte, suspensión de viajes, detención de flota y desguace de las naves. Del mismo modo, las compañías navieras han promovido acuerdos de operación conjunta y alianzas operacionales con otras navieras.

Si bien estos esfuerzos han llevado a las compañías a una mayor racionalización del uso de sus activos, en donde actualmente las órdenes de construcción se han estabilizado en niveles más razonables, el menor dinamismo de la demanda por transporte observado durante los últimos años ha generado una sobreoferta. Un indicador de este fenómeno, además de las bajas tarifas de flete y volatilidad en éstas, es la flota detenida que alcanzó en marzo de 2016 niveles comparables con los observados durante el 2009.



Se estima que la apertura de la ampliación del canal de Panamá, planificado para el presente año, podría afectar paulatinamente el equilibrio de oferta y demanda en los tráficos mundiales.

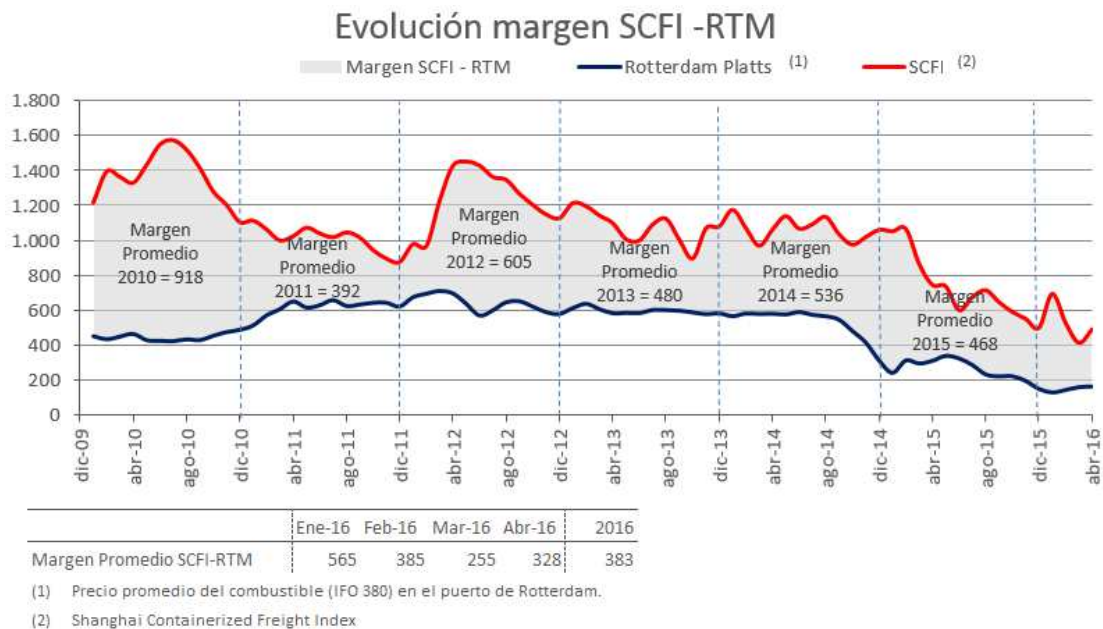
Actualmente, las naves en construcción alcanzan al 19,2% de la flota en operación (Fuente: Clarksons).

- Una alta competencia en el mercado de transporte.

Las tarifas de flete, deduciendo el costo de combustible correspondiente (“tarifas ex bunker”), para la mayoría de los tráficos continúan por debajo de los niveles históricos y muy por debajo del nivel que la industria podría considerar hoy como un equilibrio sostenible. Durante el primer trimestre del 2016, el índice SCFI ha alcanzado su nivel más bajo luego de la crisis del 2009, con una significativa variabilidad de la tarifa durante este periodo. Si sumamos a lo anterior la leve mayor estabilidad del precio del combustible, podemos observar que el margen entre ambos indicadores ha alcanzado el promedio más bajo de los últimos años (ver gráfico de Evolución margen SCFI-RTM).

- Una alta volatilidad en el precio del combustible.

Este es el principal insumo de la industria. Hasta finales de 2014 se mantuvo en niveles muy altos mostrando desde entonces caídas significativas, al igual que otros “commodities”. Durante el primer trimestre del 2016 el precio del combustible se ha estabilizado, manteniéndose a niveles bajos comparados con años anteriores.



A pesar de lo anterior, la industria continua trabajando en la racionalización del uso de sus recursos y en la optimización de sus operaciones, por lo que se sigue aplicando el concepto de “super slow steaming” (navegación lenta), manteniendo el foco en reducir los costos operacionales, aumentar la productividad y utilización de activos, como también aumentar la eficiencia en el consumo de combustible. Los principales operadores del mundo están impulsando planes de inversión de naves portacontenedores que buscan conjuntamente renovar su flota y adecuarse de mejor manera a los nuevos paradigmas de operación enfocados a aumentar la eficiencia, de reducción el consumo de combustible y de naves adecuadas a las nuevas características del canal de Panamá.

- Una industria en proceso de consolidación.

En la actualidad, aun cuando existe un gran número de participantes dentro de la industria, especialmente hacia el segmento de compañías de menor tamaño, se observa un creciente esfuerzo por consolidar la industria. A la fusión del negocio portacontenedores de CSAV con Hapag-Lloyd ocurrido a finales de 2014 se han sumado en el último tiempo las fusiones de COSCO con China Shipping, y de CMA CGM con APL, las cuales serían efectivas dentro del presente año. Adicionalmente, a mediados de abril de 2016 HLAG ha comunicado al mercado que se encuentra en conversaciones con la naviera United Arab Shipping Company (UASC)

para buscar formas de cooperación, incluida la combinación de sus negocios, pero que todavía no hay acuerdos vinculantes.

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 los clientes obteniendo al mismo tiempo economías de escala y economías de red. Estos esfuerzos han sido muy significativos y se han formado importantes alianzas operacionales globales. Durante los primeros meses de 2016 se han observado importantes anuncios en la estructura de las alianzas debido a la reestructuración de varios participantes de la industria y que tendrán efecto en 2017. De esta forma, se ha anunciado la posible 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.

En resumen, la industria sigue presentando un desafiante escenario para todos sus participantes. La caída de tarifas de flete, así como su alta volatilidad observada durante el último trimestre, se ha visto sólo parcialmente compensado por los menores precios del combustible. La industria continúa enfocada en el nuevo paradigma asociado a la optimización de los costos y de la operación.

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

Los distintos rubros de transporte naviero que operó CSAV durante el primer trimestre de 2016, como transporte de vehículos, el transporte de gráneles líquidos y su operación logística y de freight forwarder, también se han visto afectados por la menor demanda mundial por transporte, exceso de oferta y volatilidad en el precio del combustible.

El negocio del transporte de automóviles ha enfrentado volatilidad en la demanda a partir de la crisis financiera de 2009. La demanda mundial por transporte de vehículos está estrechamente vinculada a la situación económica de los distintos mercados y a los cambios en los países productores. El menor dinamismo de la economía mundial se ha mantenido durante el 2016, afectado la producción, exportaciones y la demanda por transporte a nivel global.

CSAV transporta vehículos principalmente desde Asia, Estados Unidos y Europa hacia los mercados de Chile y Perú.

En Chile, durante el primer trimestre de 2016 las ventas totales de vehículos livianos nuevos registraron un aumento de un 10% en comparación a igual periodo de 2015 (fuente: ANAC), recuperando de esta forma parte de lo perdido en los años anteriores, lo que aun cuando es prematuro y sujeto de volatilidad dado el desempeño de la economía local e internacional, podría

estar señalando al menos un cambio en la tendencia observada desde 2014. Sin embargo lo anterior los vehículos pesados y maquinaria siguen mostrando un débil comportamiento.

En Perú, debido a la reciente fusión entre las asociaciones que publican información de mercado, la Asociación de Representantes Automotrices del Perú (ARAPER) y la Asociación Automotriz del Perú (AAP), aun no hay datos oficiales de ventas al primer trimestre de 2016. Sin embargo, los datos publicados durante los dos primeros meses del año en este mercado mostraron una caída de las ventas en un 13% (fuente: AAP) respecto a los registrados durante el igual periodo del 2015.

El negocio de transporte de graneles líquidos en que opera la compañía está enfocado principalmente al movimiento de ácido sulfúrico en la costa oeste de Sudamérica, relacionado principalmente con la producción minera en esta región. Durante el último trimestre se ha mantenido estable este mercado respecto al año anterior.

El negocio de operación logística y freight forwarder está estrechamente relacionado a la evolución de la actividad en el negocio de transporte en portacontenedores y a las tarifas de flete. Durante el 2016 la situación de los mercados en la costas este y oeste de Sudamérica han mantenido una evolución desfavorable dado el menor desempeño de las economías de esta región y una alta volatilidad de las tarifas de flete.

#### 4. Análisis del Flujo de Efectivo

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

	31 de marzo de 2016	31 de marzo de 2015	Var
	MM US\$	MM US\$	
<b>Flujo procedente de Operaciones</b>	<b>(12,5)</b>	<b>(5,4)</b>	<b>(7,1)</b>
Flujos operacionales	(12,0)	(5,5)	(6,6)
Impuestos y otros	(0,4)	0,1	(0,5)
<b>Flujo procedente de Actividades de Inversión</b>	<b>0,1</b>	<b>(0,4)</b>	<b>0,5</b>
Compra y venta de propiedades, planta y equipo	(0,0)	-	(0,0)
Otros	0,1	(0,4)	0,5
<b>Flujo procedente de Actividades de Financiamiento</b>	<b>(0,7)</b>	<b>33,4</b>	<b>(34,1)</b>
Emisión de acciones	-	163,3	(163,3)
Obtención y pago de préstamos	-	(127,5)	127,5
Pago de intereses	(0,7)	(1,7)	0,9
Otros	-	(0,7)	0,7
<b>Efecto variación tipo de cambio</b>	<b>0,0</b>	<b>(0,4)</b>	<b>0,4</b>
<b>Variación Efectivo &amp; Efectivo Equivalente</b>	<b>(13,1)</b>	<b>27,2</b>	<b>(40,3)</b>

La variación neta de la cuenta efectivo y equivalente al efectivo al 31 de marzo de 2016 fue negativa en MMUS\$ 13,1 al 31 de marzo de 2016, lo que representa un menor flujo de MMUS\$ 40,3 respecto al mismo período del año anterior.

El **Flujo procedente de operaciones** fue negativo en MMUS\$ 12,5 al 31 de marzo de 2016, MMUS\$ 7,1 menor respecto al mismo período del año anterior.

El negativo flujo del primer trimestre de 2016 se explica principalmente por el negativo resultado de las operaciones del segmento otros servicios de transporte y los gastos de administración, por los desembolsos derivados de las investigaciones de las autoridades de libre competencia en el negocio de transporte de vehículos (mayormente provisionados no afectando de esta forma el resultado del período, pero si el flujo de caja) y por un aumento en el capital de trabajo.

El **Flujo procedente por actividades de inversión** fue levemente positivo en MMUS\$ 0,1 al 31 de marzo de 2016, lo que representa una mejora de MMUS\$ 0,5 respecto al mismo período del año anterior. El flujo del primer trimestre de 2016 se explica principalmente por dividendos recibidos por otras inversiones financieras.

El **Flujo procedente por actividades de financiamiento** fue negativo en MMUS\$ 0,7 al 31 de marzo de 2016, lo que representa una disminución de MMUS\$ 34,1 respecto al mismo período del año anterior. El flujo del primer trimestre se explica principalmente por el pago de intereses del crédito asociado al rescate anticipado de bonos emitidos, mientras que en igual período de 2015 se explica principalmente por los flujos procedentes de la porción del aumento de capital suscrita y pagada durante el primer trimestre de ese año, compensados por los pagos de los créditos asociados a esta operación.

## 5. Análisis de los Riesgos de Mercado

La inversión que la compañía mantiene en HLAG es hoy su principal activo (80,9% del total de activos al 31 de marzo de 2016), por lo que aunque los riesgos de mercado del negocio portacontenedores no se reflejan directamente en los estados financieros de CSAV sí lo hacen indirectamente puesto que dichos efectos se presentan finalmente en el valor de la inversión que CSAV mantiene en dicho negocio conjunto, en los dividendos que puede recibir de dicha empresa y en los efectos en patrimonio y resultados del período. Por esta razón, y aun cuando CSAV aportó a HLAG la totalidad de su operación de portacontenedores en 2014, los principales riesgos del negocio siguen siendo aquellos relacionados con el transporte de contenedores.

Como mencionado precedentemente, HLAG tiene una administración independiente que administra y control sus riesgos en forma autónoma y de acuerdo a estándares de una sociedad abierta y regulada en Alemania.

Los principales riesgos que enfrenta la compañía en la operación directa de sus negocios retenidos (segmento de otros servicios de transporte) provienen de la posibilidad de una disminución en la demanda por transporte marítimo, de un aumento en la oferta de espacio, de una caída en las tarifas y del aumento en el precio del petróleo. Otros riesgos que pueden afectar a la industria son el aumento de la competencia, riesgos de obsolescencia de activos, riesgos medioambientales y cambios en la regulación.

Respecto a la demanda, el principal riesgo proviene de la situación económica mundial y el impacto de una desaceleración global. Las estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) de abril de 2016, presentan una leve aumento de un 0,1% del producto interno bruto mundial, al comparar el 3,2% proyectado para el 2016 con el 3,1% mostrado el 2015, por lo que en términos de demanda no se proyectan cambios importantes en el corto plazo. Sudamérica sigue mostrando un débil desempeño.

Respecto a la oferta, existe el riesgo de que las nuevas construcciones de naves que sobrepasen la demanda futura, aumentando el desbalance.

En el negocio de transporte de vehículos, además 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.

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

Respecto al riesgo de variabilidad de la tasa de interés para CSAV, actualmente la compañía mantiene todos sus pasivos a tasas variables indexadas a la tasa Libor, la que sigue manteniéndose en niveles estables, aunque la curva futura muestra una leve tendencia al alza.



Respecto al riesgo de variabilidad del tipo de cambio, la compañía tiene la mayor parte de sus ingresos y costos operacionales en dólares estadounidenses. Al 31 de marzo de 2016 existen ciertos activos y pasivos en otras monedas.

## 6. Índices Financieros

Los principales indicadores a marzo de 2016 han tenido el siguiente comportamiento:

### a) Índice de Liquidez

Índices de Liquidez		al 31 de marzo de 2016	al 31 de diciembre de 2015	al 31 de marzo de 2015
Liquidez Corriente	= $\frac{\text{Activos Corrientes}}{\text{Pasivos Corrientes}}$	1,231	1,309	1,237
Razón Ácida	= $\frac{\text{Efectivo y equivalentes al Efectivo}}{\text{Pasivos Corrientes}}$	0,643	0,855	0,793

- **Liquidez Corriente:** Este índice disminuye respecto a diciembre de 2015, debido a una disminución de los activos corrientes (MMUS\$ 4,9) y a una disminución de los pasivos corrientes (MMUS\$ 0,1). Respecto a marzo de 2015, este índice es menor debido a una disminución en los activos corrientes (MMUS\$ 38,4) mayor a la disminución en los pasivos corrientes (MMUS\$ 30,7)
- **Razón Ácida:** Este índice se reduce respecto a diciembre de 2014, debido a una disminución del efectivo (MMUS\$ 13,1) y a una caída de los pasivos corrientes (MMUS\$ 0,1). Respecto a marzo de 2015, este índice es menor debido a una disminución en el efectivo (MMUS\$ 33,6) mayor a disminución en los pasivos corrientes (MMUS\$ 30,7).

## b) Índice de Endeudamiento

Índices de Endeudamiento		al 31 de marzo de 2016	al 31 de diciembre de 2015	al 31 de marzo de 2015
Endeudamiento	= $\frac{\text{Pasivos Totales}}{\text{Patrimonio}}$	0,088	0,085	0,081
Endeudamiento de Corto Plazo	= $\frac{\text{Pasivos Corrientes}}{\text{Pasivos Totales}}$	0,343	0,351	0,537
Endeudamiento de Largo Plazo	= $\frac{\text{Pasivos No Corrientes}}{\text{Pasivos Totales}}$	0,657	0,649	0,463
Cobertura Gastos Financieros	= $\frac{\text{Resultado antes de Impuestos e Intereses}}{\text{Costos Financieros}}$	21,458	4,346	-76,662

- **Endeudamiento:** Este índice aumenta levemente en relación a diciembre de 2015, debido al aumento de los pasivos totales (MMUS\$ 3,3) y a la disminución del patrimonio (MMUS\$ 33,7). Respecto a marzo de 2015, este índice presenta una leve alza debido al aumento de los pasivos totales (MMUS\$ 7,2) y a la disminución del patrimonio (MMUS\$ 90,3).
- **Endeudamiento de Corto Plazo:** Este índice disminuye respecto a diciembre de 2015, debido a la caída de los pasivos corrientes (MMUS\$ 0,1) y al aumento de los pasivos totales (MMUS\$ 3,3). Respecto a marzo de 2015, este índice se redujo debido a la disminución de los pasivos corrientes (MMUS\$ 30,7) y a un aumento de los pasivos totales (MMUS\$ 7,2).
- **Endeudamiento de Largo Plazo:** Este índice aumenta respecto a diciembre de 2015 y aumenta respecto a marzo de 2015 en contraposición al índice de corto plazo, al disminuir el peso de los pasivos corrientes.
- **Cobertura de Gastos Financieros:** Este índice aumenta en relación a diciembre de 2015, por un mejor resultado antes de impuestos e intereses (MMUS\$ 1,1) y menores costos financieros (MMUS\$ 3,2). Respecto a marzo de 2015, este indicador aumenta debido a la disminución de los resultados antes de impuestos e intereses (MMUS\$ 73,8).

## c) Índice de Rentabilidad

Índices de Rentabilidad		al 31 de marzo de 2016	al 31 de diciembre de 2015	al 31 de marzo de 2015
Rentabilidad del Patrimonio	= $\frac{\text{Resultado Controladora}}{\text{Patrimonio Promedio}}$	-0,013	-0,007	0,035
Rentabilidad del Activo	= $\frac{\text{Resultado Controladora}}{\text{Activos Promedio}}$	-0,012	-0,007	0,032
Rendimiento Activos Operacionales	= $\frac{\text{Resultado de Actividades Operacionales}}{\text{Activos Operacionales Promedio}^*}$	-0,004	-0,007	-0,001
Retorno de Dividendos	= $\frac{\text{Dividendos Pagados en los últimos 12 meses}}{\text{Precio de Mercado de la Acción}}$	0,000	0,000	0,000
Resultado por Acción	= $\frac{\text{Resultado Controladora}}{\text{Número de Acciones}}$	-0,0009	-0,0005	0,0023
Valor Bursátil de la Acción (en pesos chilenos)		13,7	13,7	24,5

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

- **Rentabilidad del Patrimonio:** el indicador disminuye en relación a diciembre de 2015, debido a un menor resultado del ejercicio (MMUS\$ 12,6), y un aumento en el patrimonio promedio (MMUS\$ 58,7). Respecto a marzo de 2015, este índice disminuye debido a un menor resultado del ejercicio (MMUS\$ 98,1) y un aumento del patrimonio promedio (MMUS\$ 7,6).
- **Rentabilidad del Activo:** Este índice disminuye en relación diciembre de 2015, debido a un menor resultado del ejercicio (MMUS\$ 12,6) y un menor activo promedio (MMUS\$ 75,7). Respecto a marzo de 2015, el indicador disminuye debido a un menor resultado del ejercicio (MMUS\$ 98,1) y un menor activo promedio (MMUS\$ 34,0).
- **Rendimiento Activos Operacionales:** El índice aumenta en relación a diciembre de 2015, debido a un mejor resultado operacional (MMUS\$ 5,2) y a menores activos operacionales promedio (MMUS\$ 3,9). En relación a marzo de 2015, el cae debido a un menor resultado operacional (MMUS\$ 5,0) y a menores activos operacionales promedio (MMUS\$ 34,5)
- **Retorno de Dividendos:** Este índice se mantiene constante producto que no se han entregado dividendos durante los ejercicios 2014 y 2015.
- **Resultado por Acción:** La utilidad por acción respecto a diciembre de 2015 cae producto de un menor resultado (MMUS\$ 12,6). Respecto a marzo de 201, el índice disminuye

debido a un menor resultado (MMUS\$ 98,1) y a un menor número de acciones por un total de 416 millones de acciones.

- **Valor bursátil de la acción:** El valor de la acción no mostró variación en relación a diciembre de 2015 y cae un 44% respecto a marzo de 2015.

#### d) Índice de Actividad

Índices de Actividad		al 31 de marzo de 2016	al 31 de diciembre de 2015	al 31 de marzo de 2015
Rotación de Inventario	= $\frac{\text{Costo de Combustible}}{\text{Inventario Promedio}}$	7,870	8,260	8,305
Permanencia de Inventarios	= $\frac{\text{Inventario Promedio} * 360}{\text{Costo de Combustible}}$	45,744	43,586	43,350

- **Rotación de Inventario:** Al 31 de marzo de 2016 hay una baja del indicador respecto a diciembre 2015, debido a un menor costo de combustible y a un menor inventario promedio, tendencias que se han mantenido desde marzo de 2015.
- **Permanencia de Inventario:** Al 31 de marzo de 2016 hay un alza del indicador respecto diciembre de 2015 y a igual periodo del año anterior