ANALISIS RAZONADO NAVARINO S.A.

1. - Diferencia entre valores Económicos y de Libros de los Activos.

Las inversiones en acciones de carácter permanente en Cía. Sud Americana de Vapores S.A., SM SAAM y Cía. Electrometalúrgica S.A., se valorizan, para efectos de presentación en el balance general, de acuerdo al método del Valor Patrimonial Proporcional. Al comparar el valor de la inversión en acciones de Cía. Sud Americana de Vapores, SM SAAM y Cía. Electrometalúrgica presentado en los estados financieros, con su valor de cierre bursátil al 30 de septiembre de 2015 se presenta el siguiente efecto:

-	Cantidad de Acciones	Valor de la Acción \$	Valor Bursatil MUS\$	%	Valor Contable MUS\$	%	Diferencia MUS\$
Compañía Sudamericana de Vapores S.A.	1.993.930.139	20,56	58.671,86	26,44%	138.956,54	55,65%	-80.284,68
SM SAAM	716.016.838	46,30	47.446,16	21,38%	51.674,28	20,70%	-4.228,12
Compañía Electrometalúrgica S.A.	5.647.118	14.325,00	115.775,94	52,18%	59.054,50	23,65%	56.721,44
		=	221.893,96	100,00%	249.685,32	100,00%	-27.791,36

La inversión en Sociedad Matriz SAAM S.A. (SM SAAM), se genera producto de la división de CSAV y SAAM., la que se produjo durante el mes de febrero de 2012.

El menor valor MUS\$ 27.791,36 corresponde a la diferencia producida entre el valor bursátil y el valor contable a la fecha señalada.

2.- Análisis Estados Financieros

BALANCE GENERAL

Al 30 de septiembre de 2015, los Activos Totales aumentaron en MUS\$ 22.081 con respecto a los existentes al 31 de diciembre de 2014, finalizando éstos en MUS\$ 252.730. Esta variación se explica principalmente por el aumento de las Inversiones en las asociadas; por la suscripción de acciones en CSAV de MUS\$ 17.100 por parte de la subsidiaria Marinsa S.A. y el por el reconocimiento de la utilidades en CSAV, en Elecmetal y SM SAAM, compensado con una disminución del efectivo y efectivo equivalente.

Los Pasivos totales aumentaron en MUS\$ 7.667, respecto a los existentes al 31 de diciembre de 2014, finalizando estos en MUS\$ 13.835, esto se explica principalmente por el incremento de los Pasivos financieros por MUS\$ 7.873, debido a la obtención de un crédito de MUS\$ 14.599 por parte de la subsidiaria Marinsa, utilizado en la suscripción de acciones de CSAV, compensado con un prepago del mismo por MUS\$ de 4.952.

El patrimonio de la Compañía aumentó en MUS\$ 8.628 respecto de diciembre de 2014, como consecuencia principalmente de la utilidad del período MUS\$ 7.990, atribuibles a los propietarios de la controladora, el reconocimiento negativo de reservas por MUS\$ 3.563 y el reconocimiento positivo en resultados acumulados por MUS\$ 4.201.

ESTADO DE RESULTADOS

El resultado de Navarino al 30 de septiembre de 2015, alcanzó una utilidad de MUS\$ 7.990. Los que se explican principalmente por:

1) Las operaciones de las asociadas Cía. Sudamericana de Vapores S.A., Compañía Electrometalúrgica S.A. y filiales y SM SAAM que se detallan a continuación:

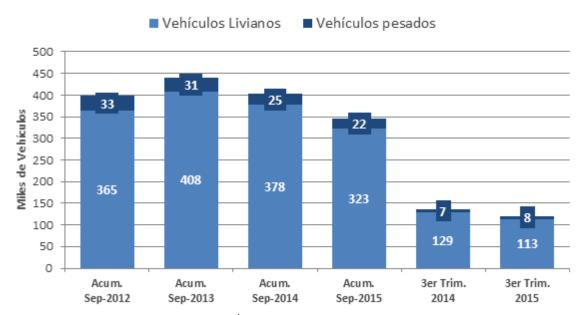
a).- Compañía Sudamericana de Vapores S.A

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

- El **Resultado atribuible a la Controladora** ascendió a una utilidad de MMUS\$ 88 al 30 de septiembre de 2015, lo que representa una mejora de MMUS\$ 247 respecto al mismo perioodo del año anterior. El resultado de los primeros nueve meses del año 2015 se explica principalmente por las utilidades provenientes de la inversión en Hapad Lloyd A.G. (HLAG).
- El **Resultado de Actividades Operacionales**, ascendió a una utilidad de MMUS\$ 1 al 30 de septiembre de 2015, lo que representa una mejora de MMUS\$ 23 al mismo periodo del año anterior. Esta diferencia neta se explica principalmente por la pérdida de MMUS\$ 19 reconocida durante el segundo trimestre de 2014 producto de la venta de la participación que CSAV tenía en el joint venture que mantenía con DryLog Ltd, y por la utilidad de MMUS\$ 6 reconocida en 2015 producto del reverso de ciertos pasivos asociados a las cuentas de cierre con Hapag-Lloyd AG, ambos efectos bajo el ítem Otros Operacionales.
- El **Estado de Resultados** de CSAV muestra que los **Ingresos de Actividades Ordinarias** alcanzaron a MMUS\$ 148 al 30 de septiembre de 2015, lo que representa una caída de MMUS\$ 41 respecto a igual periodo del año anterior. Esta caída se explica principalmente por la menor actividad del mercado relevante (ver gráfico "Evolución de Venta de Vehículos en Chile y Perú) y

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

Evolución de Venta de Vehículos en Chile y Perú



Fuente: ANAC (Chile) y ARAPER (PERÚ)

El Costo de Ventas alcanzó a MMUS\$ 142 al 30 de septiembre de 2015, lo que representa una disminución de MMUS\$ 38 respecto a igual periodo del año anterior. Esta disminución del costo operacional está en línea con la menor actividad del mercado de transporte de automóviles así como también con la menor escala de operación de CSAV en dicho negocio y, en menor medida, con la evolución de los negocios de freight forwarder y graneles sólidos mencionados precedentemente. Adicionalmente, la caída en el Costo de Ventas también se explica por el menor precio promedio del combustible observado durante los primeros nueve meses de 2015, el que cayó cerca de 39% comparado con igual periodo del año 2014. A pesar de lo anterior, y como mencionado anteriormente, dado que una parte de las ventas tiene cláusulas de reajustabilidad por la variación del precio del combustible una parte del efecto positivo en costos se vio parcialmente compensado con menores ingresos.

Los **Gastos de Administración** ascendieron a MMUS\$ 12 lo que representa una caída de MMUS\$ 1 respecto a igual periodo del año anterior. Por otro parte, los Otros Operacionales ascendieron a MMUS\$ 7 al 30 de septiembre de 2015, lo que representa una mejora de MMUS\$ 25 respecto a la pérdida de MMUS\$ 18 informada a igual fecha del año anterior. Esta diferencia se explica por la ya comentada decisión de la Compañía de reducir su exposición al negocio de graneles sólidos, por lo cual dispuso durante el segundo trimestre de 2014 la participación que ésta tenía en el joint venture con DryLog Ltd., reconociendo de esta forma una pérdida por dicha operación de MMUS\$ 19. Adicionalmente, durante 2015, CSAV reconoció un efecto positivo de

alrededor de MMUS\$ 6 del efecto neto producto del reverso de ciertos pasivos asociados a la transacción con Hapag-Lloyd AG.

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

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

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

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

c) Resultado Operacional por Segmento

Al 30 de septiembre de 2015, CSAV reporta dos segmentos de negocios: Portacontenedores y Otros Servicios de Transporte. A continuación una breve descripción de cada uno:

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

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

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

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

B).- Sociedad Matriz SAAM(SM SAAM)

RESUMEN DEL PERIODO

Las utilidades acumuladas de la Sociedad Matriz SAAM (SM SAAM) alcanzaron MUS\$36.776 durante los primeros nueve meses de 2015.-

A septiembre, la empresa reportó ventas acumuladas por MUS\$568.289 (considerando empresas coligadas a su valor proporcional), 1% menos que en mismo periodo 2014 y un EBITDA de MUS\$ 156.734 (un alza de 18,5% respecto de mismo periodo año anterior).

• A nivel de utilidad, reportó un aumento de 0,5% respecto de la utilidad de MUS\$36.590 registrada en septiembre 2014.

Un rol Un rol fundamental en estos resultados tuvo la División de Remolcadores, que en este trimestre registró un Ebitda de US\$ 27,1 millones, lo que significó un crecimiento del 7,7% en relación a igual periodo de 2014. En julio se cumplió un año de operaciones conjuntas con los socios de Boskalis, lo cual le ha permitido a la División Remolcadores entrar a nuevos mercados y fortalecer las operaciones en la región.

La división Terminales Portuarios registró un crecimiento en sus ventas de 5% (alcanzando los MUS\$182.316) y su Ebitda se elevó en 14% (MUS\$51.928) a septiembre de 2015 en comparación con el mismo periodo del 2014.

El último trimestre destacó la llegada de dos grúas STS Super Post-Panamax a San Antonio Terminal Internacional (STI), las más grandes en llegar y operar en Chile. Además, resalta la aprobación para adquirir dos grúas STS Super Post-Panamax y comenzar la extensión del muelle en 120 metros en Terminal Portuario Guayaquil (TPG).

En la División Remolcadores, a septiembre de 2015, las ventas sumaron MUS\$211.888 (4% más que en 2014) y un Ebitda de MUS\$ 78.916 el periodo enero septiembre de 2015 (31% superior), lo que reafirma los buenos resultados y sinergias logradas con la sociedad con Boskalis. En el último trimestre, esta área de negocios continuó con el proceso de fortalecimiento y renovación de su flota, con la construcción de 15 unidades en curso, de las cuales seis corresponden a un plan de construcción aprobado este trimestre para SAAM SMIT Towage en Brasil, mercado donde esta compañía es el segundo operador.

En la División Logística, los ingresos disminuyeron en 12% (a MUS\$ 174.085) y el Ebitda en 2% (MUS\$ 25.890) a septiembre de 2015. El último trimestre, esta área de negocios continuó poniendo foco en la prestación de servicios integrados a lo largo de toda la cadena logística a empresas exportadoras e importadoras. En particular, destacaron las operaciones en Uruguay, donde se cumplió un año prestando servicios a la planta de celulosa Montes del Plata. Por otro lado, continuando con la racionalización estratégica de las empresas logísticas, se tomó la decisión de cerrar las operaciones de depósitos y maestranza de contenedores en Brasil, proceso que será concluido durante el cuarto trimestre de este año.

ANALISIS DE RESULTADO OPERACIONAL POR SEGMENTO

Respecto a las áreas SM SAAM ha definido tres segmentos de negocio como representativos de las actividades operacionales, desarrolladas en 14 países a través de SAAM y subsidiarias, siendo estos los siguientes:

- Segmento Remolcadores, comprende los servicios de atraque, desatraque, remolques, salvataje, asistencia a plantas GNL y asistencia offshore que la sociedad presta con una flota propia de 188 unidades (8 de los cuales se encuentran en construcción) en los principales puertos de Chile, Perú, Ecuador, México, Colombia, Uruguay, Brasil, Guatemala, Honduras, Costa Rica, Panamá y Canadá.
- Segmento Terminales Portuarios, presta servicios de operador portuario en Chile, Estados Unidos, Ecuador, México y Colombia.
 - Segmento Logística y otros negocios relacionados, donde presta servicios a:
 - i) compañías navieras y aerolíneas, tales como agenciamiento, servicios de aviación y pasajeros, estiba y desestiba en puertos no concesionados, y servicios de depósito y maestranza de contenedores; ii) exportadores e importadores, tales como bodegaje, frigorífico, consolidación y desconsolidación de carga, manejo de graneles y carga fraccionada, transporte terrestre, distribución; y iii)servicios especiales, tales como venta y arriendo de contenedores y módulos, desconexión de flexibles, descarga hidrocarburos, almacenaje de líquidos y servicios a la industria forestal, entre otros. Estos servicios se realizan principalmente en Chile y Perú.

Segmento	Operaciones Continuas	30.09.2015 MUS\$	30.09.2014 MUS\$	Desv.	Var.%
	Ingresos de Actividades Ordinarias	142.409	163.587	(21.178)	(13%)
∞	Costo de Ventas	(97.228)	(113.776)	16.548	(15%)
ıre	Ganancia Bruta	45.181	49.811	(4.630)	(9%)
Remolcadores	Gastos de Administración Resultado Operacional	(19.295)	(22.513)	3.218	(14%) (5%)
	EBITDA	25.886	27.298	(1.412) (933)	(3%) $(2%)$
Sen Sen	Margen EBITDA	48.905	49.838	(933)	(270)
	(EBITDA/Ingresos de Act. Ord.)	34%	30%		
	Ingresos de Actividades Ordinarias	98.470	92.459	6.011	7%
	Costo de Ventas	(67.392)	(63.849)	(3.543)	6%
es Se	Ganancia Bruta	31.078	28.610	2.468	9%
nal aric	Gastos de Administración	(15.495)	(14.447)	(1.048)	7%
Ferminales Portuarios	Resultado Operacional	15.583	14.163	1.420	10%
or or	EBITDA	24.079	21.757	2.322	11%
	Margen EBITDA (EBITDA/Ingresos de Act. Ord.)	24%	24%		
	Ingresos de Actividades Ordinarias	88.152	115.318	(27.166)	(24%)
	Costo de Ventas	(77.002)	(99.648)	22.646	(23%)
द्ध	Ganancia Bruta	11.150	15.670	(4.520)	(29%)
stic	Gastos de Administración	(14.323)	(14.207)	(116)	1%
Logística	Resultado Operacional	(3.173)	1.463	(4.636)	(317%)
Ä	EBITDA	2.904	8.159	(5.255)	(64%)
	Margen EBITDA	3%	7%		
	(EBITDA/Ingresos de Act. Ord.)				
	Ingresos de Actividades Ordinarias	329.031	371.364	(42.333)	(11%)
	Costo de Ventas	(241.622)	(277.293)	35.651	(13%)
	Ganancia Bruta	87.409	94.091	(6.682)	(7%)
Total	Gastos de Administración	(49.113)	(51.167)	2.054	(4%)
${ m T}_{ m c}$	Resultado Operacional	38.296	42.924	(4.628)	(11%)
	EBITDA	75.888	79.754	(3.866)	(5%)
	Margen EBITDA	23%	21%		
	(EBITDA/Ingresos de Act. Ord.)				

ANALISIS DE RESULTADO OPERACIONAL POR SEGMENTO, continuación

La participación de las operaciones de los segmentos Remolcadores, Terminales Portuarios y Logística en las ventas consolidadas de la compañía, su ganancia bruta, resultado operacional y EBITDA se presentan en el siguiente cuadro, donde se aprecia que el segmento con mayor aporte al EBITDA consolidado de la Compañía es el segmento de Remolcadores con 67%, quedando los segmentos de Terminales Portuarios y Logística con una participación de 32% y 4% respectivamente. A septiembre de 2014 la participación de Remolcadores fue de 62%, quedando los segmentos de Terminales Portuarios y Logística con una participación de 27% y 11% respectivamente.

Operaciones Continuas Septiembre 2015	Remolcadores	Terminales Portuarios	Logística
Ingresos de Actividades Ordinarias	43%	30%	27%
Ganancia Bruta	51%	36%	13%
Resultado Operacional	67%	41%	(8)%
EBITDA	64%	32%	4%

Operaciones Continuas Septiembre 2014	Remolcadores	Terminales Portuarios	Logística
Ingresos de Actividades Ordinarias	44%	25%	31%
Ganancia Bruta	53%	30%	17%
Resultado Operacional	64%	33%	3%
EBITDA	62%	27%	11%

Segmento Remolcadores:

Al 30 de septiembre de 2015, las faenas del segmento Remolcadores en Chile ascendieron a 9.430 (9.776 a septiembre 2014). Esta actividad se desarrolla en la Zona Norte, en los puertos de Arica, Iquique, Antofagasta y Chañaral; Zona Centro, en los puertos de Coquimbo, Quintero, Valparaíso y San Antonio y Zona Sur, en los puertos de Lirquén, Talcahuano, San Vicente, Coronel, Puerto Corral, Puerto Montt, Puerto Chacabuco y Punta Arenas.

A nivel internacional el total de faenas de remolcadores ascendieron durante el periodo enero- septiembre de 2015 a 47.602 (44.794 a septiembre 2014), actividad que desarrolla, a través de subsidiarias, en los puertos de Ecuador, México, Uruguay, Brasil, Guatemala, Costa Rica, Colombia, Honduras y a partir de julio 2014 en Canadá y Panamá. En Perú SAAM opera a través de TRAMARSA, empresa coligada, por lo tanto no consolida en SM SAAM.

ANALISIS DE RESULTADO OPERACIONAL POR SEGMENTO, continuación

Segmento Logística:

La actividad operativa generada en Chile durante el periodo, considerando los principales servicios que componen este segmento, fue la siguiente:

- En el depósito se movilizaron (gate in-out) un total de 183.248 contenedores, produciéndose una disminución de 42% de contenedores en comparación con septiembre del año 2014, que se movilizaron 315.877 contenedores, y en maestranza se repararon un total de 26.103 contenedores, 57% menos que a septiembre del 2014, donde se repararon 60.391 contenedores.
- En el terminal frigorífico se almacenaron 2.528.668 toneladas, 19% más que a septiembre del 2014, donde se almacenaron 2.041.284 toneladas.
- En cuanto a los metros cuadrados en bodegas vendidos para almacenaje a septiembre 2015 ascendieron a 594.220 m2, 6% más que a septiembre del 2014 (560.834 m2). Finalmente se realizaron 34.754 viajes ruta en el 2015 versus 32.517 en el periodo 2014, generándose un aumento de 7% de viajes.
- En referencia a la actividad de logística en las empresas extranjeras, en los depósitos de contenedores se movilizaron un total de 110.814 contenedores (gate in-out) lo cual representa una disminución del 23% respecto de los 144.710 contenedores movilizados durante el mismo periodo de 2014 y la actividad de maestranza de contenedores mostró un aumento en su actividad, totalizando 21.877 contenedores reparados lo que se compara con los 11.046 contenedores reparados en mismo periodo del año anterior, generándose un aumento de 98%.

ANALISIS DE RESULTADO OPERACIONAL POR SEGMENTO, continuación

Segmento Terminales Portuarios:

La filial de SAAM, Iquique Terminal Internacional S.A., concesionaria del frente N°2 del puerto de Iquique, movilizó durante los primeros nueve meses de 2015 un total de 1.549.459 toneladas métricas de carga (1.564.087 a septiembre 2014), de lo cual 1.302.680 toneladas corresponden a toneladas movilizadas en contenedor (1.317.252 a septiembre 2014), estos representan 94.080 contenedores (97.584 a septiembre 2014) equivalentes a 168.392 TEUs, 8.636 menos que a septiembre 2014, cuando se movilizaron 177.028 TEUs.

En los puertos fuera de Chile, Terminal Portuario de Guayaquil S.A. (TPG) y Florida Terminal Internacional LLC (FIT), transfirieron en igual periodo 2.223.487 toneladas métricas de carga (1.975.597 en 2014), que representan 237.579 contenedores (222.988 en 2014) equivalentes a 400.821 TEUs (357.344 en 2014).

Por otra parte, el Terminal Marítima Mazatlán (TMAZ) movilizó durante los primeros nueve meses de 2015 un total de 474.847 toneladas (521.612 en 2014), de las cuales 329.597 corresponden a toneladas movilizadas en contenedor (321.087 a septiembre 2014) que representan 18.315 contenedores (18.424 a septiembre 2014) equivalentes 25.318 TEUs (23.485 a septiembre 2014).

NOTA:

En atención a que SAAM participa en una importante cantidad de operaciones a través de participaciones no consolidadas (sociedades coligadas) y considerando la importancia de las mismas especialmente en los segmentos de Terminales Portuarios y Logística, es que se presenta a continuación un resumen de los principales indicadores, considerando tanto las operaciones consolidadas como las coligadas ponderadas con su respectiva participación (a prorrata) en la propiedad de cada sociedad (VP):

	Septiembre 2015 - MUS\$							
Consolidado + VP coligadas	Remolcadores	Puertos	Logística	Total				
Ingresos de Actividades Ordinarias	211.888	182.316	174.085	568.289				
% sobre total	37%	32%	31%	100%				
EBITDA	78.916	51.928	25.890	156.734				
% sobre total	50%	33%	17%	100%				
Margen EBITDA Consolidado + VP	37%	28%	15%	28%				

	Septiembre 2014 - MUS\$						
Consolidado + VP coligadas	Remolcadores	Puertos	Logística	Total			
Ingresos de Actividades Ordinarias	203.842	173.082	196.967	573.891			
% sobre total	36%	30%	34%	100%			
EBITDA	60.472	45.516	26.290	132.278			
% sobre total	46%	34%	20%	100%			
Margen EBITDA Consolidado + VP	30%	26%	13%	23%			

Como se aprecia, al considerar las sociedades coligadas el segmento Remolcadores es el que más aporta a la generación del EBITDA, con 50% seguido por Puerto con 33% y Logística con 17%, aumentando el margen EBITDA total de 23% a 28% en 2015 y aumentando el de 2014 a un 23%.

C).- Cia Electrometalúrgica S.A. (Elecmetal) y filiales

Elecmetal S.A. consolida sus resultados con los de Cristalerías de Chile S.A., S.A. Viña Santa Rita, Fundición Talleres Ltda. e Inversiones Elecmetal Ltda. (ME Global Inc. (USA) y ME Elecmetal (China) Co., Ltd.).

Los resultados del periodo enero a septiembre de 2015 fueron una ganancia total de \$32.345 millones, que se compara con la ganancia total de \$38.127 millones del mismo periodo del año anterior.

ELECMETAL (Consolidado)	04 04 2045	04 04 2044	14 01-07-2015 01-0	01-07-2014	Variación p	eríodo	Variación período	
ELECMETAL (Consolidado)	01-01-2015	01-01-2014	01-07-2013 01-07-2014		Enero a	Sept.	Julio a	a Sept.
Estado de Resultados (MM\$)	30-09-2015	30-09-2014	30-09-2015	30-09-2014	M\$	%	M\$	%
Ingresos de explotación	468.750	441.304	170.501	157.927	27.446	6,2%	12.574	8,0%
Costos de explotación	(350.114)	(322.044)	(122.809)	(113.307)	(28.070)	8,7%	(9.502)	8,4%
Ganancia bruta	118.636	119.261	47.692	44.620	(624)	-0,5%	3.072	6,9%
Costos de distribución	(9.916)	(8.992)	(3.852)	(3.461)	(924)	10,3%	(391)	11,3%
Gasto de administración	(57.658)	(52.495)	(22.078)	(19.751)	(5.163)	9,8%	(2.327)	11,8%
Ganancia por actividades operacionales	52.641	59.379	22.233	22.054	(6.738)	-11,3%	179	0,8%
Resultado en asociadas	5.175	2.149	2.389	847	3.026	140,8%	1.542	182,1%
Otros no operacionales	(7.436)	(4.250)	(4.785)	(675)	(3.186)	75,0%	(4.110)	608,9%
Impuesto a las ganancias	(10.373)	(13.922)	(2.815)	(6.009)	3.549	-25,5%	3.194	-53,2%
Ganancia total después de impuestos	32.345	38.127	14.592	14.293	(5.782)	-15,2%	299	2,1%
Ganancia atribuible a los propietarios de la controladora	22.714	29.515	10.008	10.136	(6.801)	-23,0%	(128)	-1,3%

De la ganancia total de \$32.345 millones en los primeros nueve meses de este año, la cantidad de \$22.714 millones son atribuibles a los propietarios de la controladora y \$9.631 millones son atribuibles a participaciones no controladoras (interés minoritario).

Las ventas consolidadas del periodo alcanzaron a \$468.750 millones, cifra que es 6,2% superior al mismo periodo de 2014 (\$441.304 millones). El aumento se explica por mayores ventas en los negocios vitivinícola (8,6%), metalúrgico (6,4%) y envases de vidrio (4,5%).

La ganancia bruta consolidada del periodo fue de \$118.636 millones, que representa una disminución de 0,5% en comparación al mismo periodo de 2014, explicado por una mayor ganancia bruta en el negocio de envases (5,1%), por una mayor ganancia bruta en el negocio vitivinícola (3,4%) y por una menor ganancia bruta en el negocio metalúrgico (2,5%).

La ganancia de actividades operacionales consolidada del periodo alcanzó a \$52.641 millones, cifra que es 11,3% inferior al mismo periodo de 2014 (\$59.379 millones), de los cuales \$24.555 millones corresponden al negocio metalúrgico (\$30.547 millones a septiembre de 2014), \$18.145 millones al negocio de envases de vidrio (\$17.398 millones a septiembre de 2014), \$10.566 millones al negocio vitivinícola (\$11.779 millones a septiembre de 2014) y una pérdida de \$625 millones en otros negocios (\$ 345 millones de pérdida a septiembre de 2014).

La participación en las ganancias de asociadas (filiales no consolidadas) acumulada al 30 de Septiembre de 2015 alcanzó a una utilidad de \$5.175 millones, que se compara con la utilidad de \$2.149 millones obtenida a Septiembre de 2014.

Los costos financieros a Septiembre 2015 alcanzaron a \$8.734 millones, en comparación a \$6.965 millones en igual fecha del año anterior, explicado principalmente por un cargo contable por MM\$ 990 asociado al prepago de Bonos serie E efectuado en junio por la filial Cristalerías de Chile.

Otros no operacionales incluye el resultado por unidades de reajuste que representó una pérdida de \$3.346 millones a Septiembre de 2015 en comparación a la pérdida de \$4.916 millones a la misma fecha de 2014,

explicado principalmente por la variación en el valor de la UF durante ambos periodos y su impacto sobre la deuda en bonos expresada en UF. Además incluye el resultado por diferencias de cambio que representó una pérdida de \$4.090 a Septiembre de 2015 en comparación a la utilidad de \$666 millones a la misma fecha de 2014, que se explica principalmente por el alza del tipo de cambio.

El gasto por impuesto a las ganancias al 30 de Septiembre de 2015 es un cargo de \$10.373 millones (cargo de \$13.922 millones a igual fecha de 2014).

En relación a los resultados por áreas de negocios, el análisis es el siguiente:

Negocio Metalúrgico:

Estado de Resultados (MM\$)	01-01-2015	01-01-2014	01-07-2015	01-07-2014	Variación p Enero a S			n período n Sept.
, ,	30-09-2015	30-09-2014	30-09-2015	30-09-2014	M\$	%	M\$	%
Ingresos de explotación	274.333	257.790	92.461	85.784	16.543	6,4%	6.677	7,8%
Costos de explotación	(225.305)	(207.495)	(74.559)	(68.796)	(17.810)	8,6%	(5.763)	8,4%
Ganancia bruta	49.028	50.295	17.902	16.988	(1.267)	-2,5%	914	5,4%
Ganancia por actividades operacionales	24.555	30.547	9.429	9.340	(5.992)	-19,6%	89	1,0%

Los ingresos por ventas en el negocio metalúrgico, que incluye el negocio individual propio de Elecmetal, Fundición Talleres, ME Global (USA) y ME Elecmetal (China) más la comercialización de productos fabricados por terceros bajo nuestras especificaciones, alcanzaron a \$274.333 millones durante los primeros nueve meses de 2015 (\$257.790 millones a igual fecha de 2014), con ventas activas en más de 35 países. El aumento en ventas se explica principalmente por el negocio de bolas de molienda a pesar de una actividad más lenta en la minería a nivel mundial.

La ganancia bruta consolidada del negocio de acero fue de \$49.028 millones, que representa una disminución en comparación a igual fecha del año anterior (\$50.295 millones), explicado principalmente por el aumento en los costos de explotación asociados al inicio de las operaciones y escala en la nueva planta de corazas en China, a una menor demanda sobre las plantas en USA y a la detención transitoria de una planta en Chile para implementar el proyecto de modernización en desarrollo. La ganancia por actividades operacionales consolidada del negocio metalúrgico fue de \$24.555 millones, comparado con la ganancia de \$30.547 millones a Septiembre de 2014, y la disminución se explica principalmente por el impacto en las operaciones antes señalados y un aumento en los gastos de administración y ventas asociados al aumento en las ventas totales e inicio de las operaciones en la planta en China.

En relación con el desarrollo del negocio metalúrgico, el avance de los proyectos es el siguiente:

- i) ME Long Teng Grinding Media (Changshu) Co. Ltd., la filial de Elecmetal en China con el socio local Longteng Steel Co. Ltd., continúa con la construcción modular de la planta de 420.000 toneladas de bolas de molienda, con la reciente puesta en marcha de la fase tres.
- ii) A mediados de 2014 comenzó a operar la nueva fundición de aceros especiales de Elecmetal en la ciudad de Changzhou, provincia de Jiangsu, China. Esta planta tiene una capacidad de 30.000 toneladas de repuestos para equipos de molienda. A esta fecha ya ha entregado productos a clientes de la gran minería en países de la región de Asia, África y Oceanía tales como Mongolia, Tanzania, Indonesia, Zimbabue, Kirguistán, Burkina Faso, Zambia, Egipto y Congo.
- iii) En relación al Proyecto de Modernización de la planta en Rancagua, continúa el avance en la construcción. La actual etapa contempló detener las operaciones por un plazo de 8 meses a partir de mediados del primer trimestre, lo que impactará los volúmenes de producción locales y los gastos. Estos volúmenes están siendo fabricados principalmente en nuestras plantas en el exterior, lo que ha afectado negativamente los resultados de esta filial.

Negocio de Envases (Cristalerías de Chile individual):

					Variación p	eríodo	Variación	n período
Estado de Resultados (MM\$)	01-01-2015	01-01-2014	01-07-2015	01-07-2014	Enero a Sept.		Julio a	a Sept.
	30-09-2015	30-09-2014	30-09-2015	30-09-2014	M\$	%	M\$	%
Ingresos de explotación	89.235	85.355	34.068	31.652	3.880	4,5%	2.416	7,6%
Costos de explotación	(62.626)	(60.043)	(23.228)	(21.721)	(2.583)	4,3%	(1.507)	6,9%
Ganancia bruta	26.609	25.312	10.840	9.931	1.297	5,1%	909	9,2%
Ganancia por actividades operacionales	18.145	17.398	7.678	7.086	747	4,3%	592	8,4%

Los ingresos por venta de envases de vidrio durante los primeros nueve meses de 2015 alcanzaron a \$89.235 millones, un 4,5% superior a las ventas del mismo periodo del año anterior (\$85.355 millones). La ganancia bruta del periodo fue de \$26.609 millones, que es 5,1% superior al mismo periodo de 2014 (\$25.312 millones).

La ganancia de actividades operacionales acumulada a Septiembre de 2015 fue de \$18.145 millones, que es 4,3% superior al resultado del mismo periodo del año anterior (\$17.398 millones).

El resultado total consolidado de Cristalerías de Chile S.A. al 30 de Septiembre de 2015 fue una ganancia de \$21.538 millones, que representa un aumento de 11,3% en comparación a igual fecha del ejercicio anterior, explicado principalmente por un mejor resultado no operacional.

Negocio Vitivinícola (Viña Santa Rita y filiales):

Estado de Resultados (MM\$)	01-01-2015	01-01-2014	01-07-2015	Variación período 01-07-2014 Enero a Sept.		Variación período Julio a Sept.		
, ,,	30-09-2015	30-09-2014	30-09-2015	30-09-2014	M\$	%	M\$	%
Ingresos de explotación	108.531	99.901	45.679	41.207	8.630	8,6%	4.472	10,9%
Costos de explotación	(63.200)	(56.051)	(26.100)	(23.126)	(7.149)	12,8%	(2.974)	12,9%
Ganancia bruta	45.331	43.850	19.579	18.081	1.481	3,4%	1.498	8,3%
Ganancia por actividades operacionales	10.566	11.779	5.562	5.692	(1.213)	-10,3%	(130)	-2,3%

Los ingresos por ventas de Viña Santa Rita y sus filiales alcanzaron a Septiembre de 2015 un total de \$108.531 millones, que se compara con los \$99.901 millones a igual fecha de 2014, y comprenden la venta de vinos en el mercado nacional y de exportaciones, venta de licores y otras.

En relación a las exportaciones consolidadas, las ventas valoradas de Viña Santa Rita y sus filiales alcanzaron los US\$ 74,3 millones, lo que representa una disminución de 7,2% respecto del mismo periodo del año anterior, explicado principalmente por la depreciación de las monedas Euro, Dólar Canadiense y Libra Esterlina respecto del Dólar Americano. El volumen de las exportaciones en el periodo alcanzó un total de 2.139.000 cajas, que es 1,6% superior al mismo periodo de 2014. A nivel consolidado el precio promedio alcanzó a US\$34,7 por caja, que representa una disminución de 8,7% respecto del año anterior.

En el mercado nacional, el volumen de ventas acumulado a Septiembre de 2015 alcanzó a 60,2 millones de litros, lo que representa un aumento de 9,7% respecto del mismo periodo del año anterior. Las ventas valoradas en el mercado nacional alcanzaron una facturación de \$54.661 millones, que significa un aumento de 12,9% comparado con igual fecha del año 2014.

La ganancia bruta del periodo fue de \$45.331 millones, que es 3,4% superior a la de los primeros nueve meses de 2014 (\$43.850 millones).

El gasto total de administración y distribución aumentó en 8,7% explicado principalmente por el crecimiento de las ventas totales, por un aumento en el volumen y en el gasto de fletes en el mercado nacional, por un aumento en el costo unitario de embarque de exportaciones y por una mayor inversión en marketing en el extranjero y alza del tipo de cambio.

El resultado total consolidado de S.A. Viña Santa Rita al 30 de Septiembre de 2015 fue una ganancia de \$7.984 millones, que es 4,5% superior a la ganancia de \$7.641 millones obtenida a igual fecha de 2014.

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

INDICES DE LIQUIDEZ

- Liquidez Corriente: Este índice de 6,23 se explica por el alto nivel de los activos corrientes respecto de los pasivos corrientes
- Razón Acida: Este índice de 0,66 se explica por, los recursos disponible son menores a las deudas de corto plazo.

INDICES DE ENDEUDAMIENTO

- Endeudamiento: Este índice de 0,10 Se explica porque la deuda total es mínima en relación al patrimonio de la compañía.
- Endeudamiento de Corto Plazo: El índice de endeudamiento de corto plazo alcanza un 0,03 respecto de la deuda total.
- Endeudamiento de Largo Plazo: Este índice alcanzó a un 0,97 respecto de la deuda total. Debido a la obtención de crédito durante el período 2015, por parte de la subsidiaria Marinsa.

Cobertura de Gastos Financieros: No aplica

INDICES DE RENTABILIDAD

- Rentabilidad del Patrimonio: Este índice alcanza a 6% debido a la utilidad generada en el ejercicio 2015.
- Rentabilidad del Activo: Este índice alcanza 3% debido a la utilidad generada en el ejercicio 2015.
- Rendimiento Activos Operacionales: Este índice alcanza a -0,2% debido a que el resultado operacional es negativo en el ejercicio 2015.
- Retorno de Dividendos (cifras en US\$, centavos): No se han pagado dividendos en últimos 12 meses.
- Resultado por Acción (cifras en US\$, centavos): Este índice alcanzó 0,04 debido a la utilidad generada en el ejercicio 2015.
- Valor Bursátil de la Acción (cifras en \$): El valor de la acción mantuvo su valor en relación a diciembre del 2014 quedando al 30 de septiembre de 2015 en \$450

3. - Análisis de los Flujos de Fondos.

Durante el ejercicio 2015 el saldo del efectivo y efectivo equivalente alcanzó un saldo de MUS\$ 296

En relación a lo anterior, es importante hacer notar que el flujo neto positivo originado por las actividades de la operación por MUS\$ 4.755 se explica principalmente por, dividendos recibidos de MUS\$ 6.426, compensado por pagos a proveedores de MUS\$ 961 e intereses pagados por MUS\$ 713.

Las actividades de financiamiento tuvieron un flujo neto positivo de MUS\$ 9.722, lo que se explica principalmente por la obtención de un crédito por parte de la subsidiaria Marinsa por MUS\$ 14.599, durante el mes de enero de 2015, utilizado en la suscripción de acciones de CSAV, compensado con un prepago del mismo por MUS\$ 4.952.

.

Las actividades de inversión presentan un flujo neto negativo de MUS\$ 17.100 debido a la suscripción de acciones de la subsidiaria Marinsa.

4.- Análisis de los Riesgos de Mercado.

El riesgo de mercado de Navarino, al ser esta una Sociedad de Inversiones, viene dado por los riesgos propios del mercado de las empresas en las que esta Sociedad posee acciones. A la fecha, la inversión en CSAV S.A., representa el 54,98% de sus activos, la inversión en la Cía. Electrometalúrgica S.A. y sus filiales, el 23,37% y la inversión en SM SAAM el 20,45% de ellos (todas sociedades anónimas abiertas inscritas y sujetas a la fiscalización de la Superintendencia de Valores y Seguros).

Indices Financieros Balance Navarino Consolidado

			sep-15	sep-14	dic-14
Liquidez Corriente	=	Activos Circulantes	6,23	28,36	11,70
		Pasivos Circulantes			
Razón Acida	=	Recursos Disponibles	0,66	17,51	4,64
		Pasivos Circulantes			
Endeudamiento	=	Total Pasivo Exigible	0,10	0,05	0,05
		Patrimonio			
		Deuda Corto Plazo	0,03	0,03	0,10
		Deuda Total			
		Deuda Largo Plazo	0,97	0,97	0,90
		Deuda Total			
Cobertura Gastos Financieros	=	Resultado antes de			
		Impuestos e Intereses	25,36	-16,84	65,20
		Gastos Financieros			
Rentabilidad Patrimonio	=	Resultado del Ejercicio	6%	-3%	13%
		Patrimonio Promedio			
Rentabilidad del Activo	=	Resultado del Ejercicio	3%	-2%	7%
		Activos Promedio			
Rendimiento Activos Operacionales	=	Resultado Operacional del Ejercicio	-0,2%	-0,3%	-0,5%
		Activos Operacionales Promedio (1)			
Retorno de Dividendos	=	Dividendos Pagados en			
(Cifras en centavos de dólares)		los últimos 12 meses	0,00	0,00	0,00
		Precio de Mercado de la			
		Acción			
Resultado por Acción	=	Resultado del Ejercicio	0,06	-0,02	0,12
(Cifras en centavos de dólares)		Número de Acciones			
V-1 D49 d. 1			450.00	450.00	450.00
Valor Bursatil de la acción (Cifras en pesos)	=		450,00	450,00	450,00

⁽¹⁾ Se consideran Activos Operacionales; Total de Activos menos Impuesto Diferidos e Intangibles

(Cifras en miles de USD)			
Circulantes	2.799	4.112	7.501
Fijos	0	0	0
Otros Activos	249.931	201.076	223.148
Total Activos	252.730	205.188	230.649
Aumento / Disminución por:			
Activos Fijos:			
Compras	0	0	0
Ventas	0	0	0
Inversiones en Asociadas:			
Inversiones	-17.100	-3.358	-3.358
Resultados Netos	12.520	-5.690	29.283
TEUS movilizados	0	0	0
(Cifras en miles)			
Estado de Resultado			
(Cifras en miles de USD)			
Ingresos de Explotación:			
Inversiones y otros	85	115	134
Costos de Explotación:			
Inversiones y otros	-598	-490	-976
Costos de:			
Administración	-189	-210	-265
Financiero	-742	-341	-442
Resultados:			
Operacional	-702	-585	-1.107
No Operacional	13.500	-5.497	29.485
RAIIDA e IE (2)	13.537	-5.752	28.809
Impuesto a la Renta	0	-223	-422
Pérdida / Utilidad atribuible a los accionistas	7.990	-3.371	17.106

⁽²⁾ Resultado antes de impto, intereses, depreciación, amortizaciones, e items extraordinarios.