ANALISIS RAZONADO
NAVARINO S.A.

1.- Análisis Estados Financieros

Durante el periodo 2011, La subsidiaria, Marinsa procedió a enajenar una parte de la participación que se mantenía en Compañía Sudamericana de Vapores S.A. (CSAV), pasando de tener un 38,18% a Diciembre de 2010 a un 20,63% a septiembre de 2011, con este porcentaje Marinsa no obtiene representación mayoritaria en el Directorio. Producto de lo anterior y de acuerdo con la normativa contable vigente no corresponde consolidar los Estados Financieros de CSAV, por lo que al 31 de diciembre de 2011, se presentan Estados Financieros Individuales.

BALANCE GENERAL

Al 31 de diciembre de 2011, los Activos Totales disminuyeron en MUS$ 3.023.233 con respecto a los existentes al 31 de Diciembre de 2010, finalizando éstos en MUS$ 278.567. Esta variación se explica principalmente por lo ya explicado anteriormente respecto de la consolidación de los Estados Financieros de Compañía Sudamericana de Vapores S.A.

En los estados financieros al 31 de diciembre de 2011, se incorpora en el valor de los activos la inversión que se mantiene en Compañía Sudamericana de Vapores S.A. por MUS$ 120.755.

Los Pasivos Corrientes disminuyen en MUS$ 984.041 con respecto al 31 de Diciembre de 2010, esta disminución se explica por la no consolidación de los Estados Financieros de Compañía Sudamericana de Vapores S.A.

Los Pasivos no corrientes disminuyeron en MUS$ 924.520 de Diciembre de 2010. Por la misma razón mencionada anteriormente.

Cabe destacar que durante el periodo 2011, se pagaron créditos bancarios de la subsidiaria Marinsa S.A ascendentes a MUS$ 67.098, de los cuales MUS$54.000 fueron pagados anticipadamente.

El patrimonio de la Compañía disminuyó en MUS$ 123.116 respecto de Diciembre de 2010, como consecuencia principalmente de la pérdida del periodo 2011 por MUS$ 143.289, compensada parcialmente con el aumento de Capital por MUS$ 22.477, llevado a cabo durante el primer semestre del presente ejercicio.

ESTADO DE RESULTADOS

El resultado del periodo 2011 presenta una pérdida de MUS$ 143.289, la que representa una disminución en el resultado de MUS$ 181.683 respecto de la utilidad de MUS$ 38.394 registrada en igual período de 2010.

Los resultados se explican principalmente por las operaciones de las asociadas Cía. Sudamericana de Vapores S.A. y Compañía Electrometalúrgica S.A. que se detallan a continuación:

a).- Compañía Sudamericana de Vapores S.A.

La operación de CSAV del año 2011 se ha visto muy afectada particularmente por la negativa evolución del negocio de portacontenedores. La situación de la industria, afectó en forma muy significativa la operación de la Compañía. Durante 2010 y principios de 2011, CSAV había expandido su capacidad de transporte en forma relevante, casi duplicando la capacidad que ésta tuvo en 2009. Sin embargo los volúmenes asociados a este crecimiento fueron significativamente menores a los esperados generando bajos niveles de utilización de activos, similares a los observados en 2009.

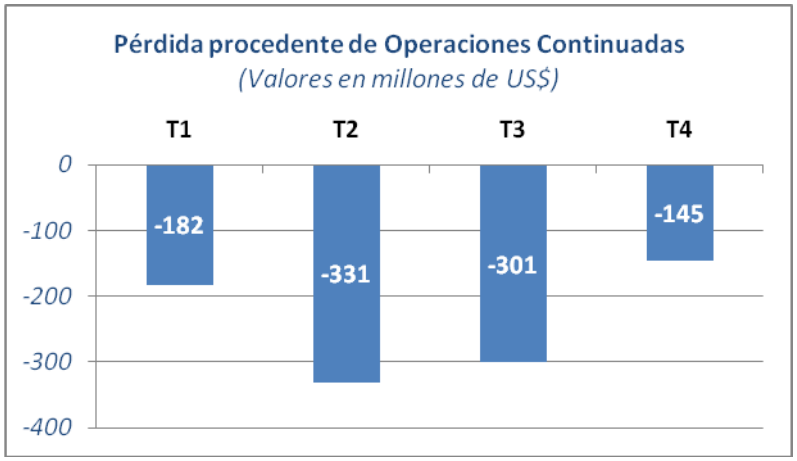
Por otra parte, la creciente sobreoferta de naves en la industria portacontenedores generó una fuerte competencia y caídas muy significativas en las tarifas de flete en la mayoría de los tráficos en que opera CSAV. Del mismo modo, las alzas relevantes en los costos de combustible, como consecuencia de la inestabilidad geopolítica del Norte de África y Medio Oriente, llevando a las tarifas de flete excluido combustible a niveles muy bajos, inferiores incluso a los observados durante la crisis del año 2009, la peor que había vivido la industria en su historia.

De esta forma, la significativa caída en los resultados de las operaciones continuadas de CSAV se explica principalmente por la importante caída en los márgenes en los servicios portacontenedores y una mayor capacidad instalada que no pudo ser utilizada como se había esperado (menor utilización de activos).

Operaciones Continuadas

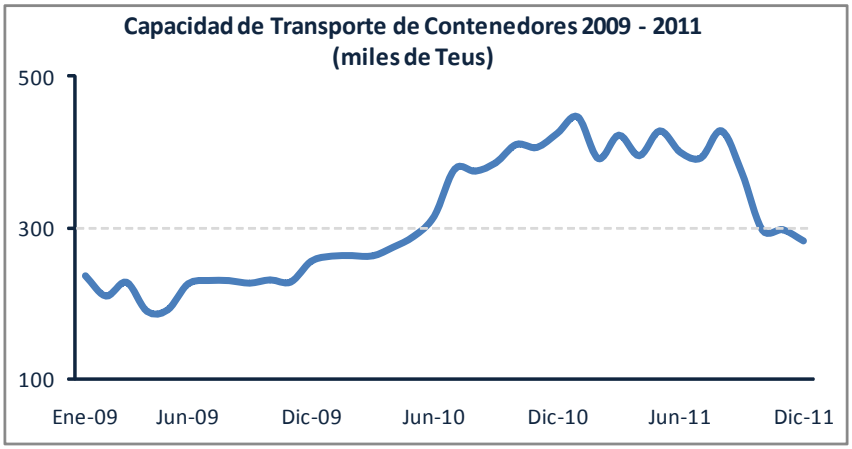
El resultado de Operaciones Continuadas muestra una significativa reducción de las pérdidas en el cuarto trimestre de 2011 alcanzando MUS$ 145.310 versus MUS$ 300.825, MUS$ 331.427 y MUS$ 181.982 registrados en el tercer, segundo y primer semestre respectivamente.

Si bien la mejoría, que obedece principalmente a la implementación del plan de reestructuración (ver Nota 32), todavía no es suficiente, CSAV ha logrado detener el aumento de las pérdidas y comenzar a revertirlas, en un entorno donde todo el resto de la industria en su conjunto ha empeorado muy significativamente sus resultados.



Composición del Margen Bruto

	2011	2010	Var %
Ingresos de actividades ordinarias			
Transporte Portacontenedores	90%	90%	
Ingresos Operacionales	*88%*	*89%*	
Otros Ingresos [1]	*2%*	*1%*	
Servicios Especiales	10%	9%	
Ingresos Navieros (US$ millones) [2]	**4,746**	**4,863**	**-2%**
Ingresos Servicios a la Carga y a las Naves (US$ millones) [2]	**426**	**361**	**18%**
Costos de actividades ordinarias			
Carga e Intermodal	*28%*	*28%*	
Naves, Puertos y Canales, Contenedores y otros	*37%*	*37%*	
Combustible	*26%*	*24%*	
Costo Portacontenedores	91%	89%	
Transporte Servicios Especiales	9%	11%	
Costos Navieros (US$ millones) [2]	**5,583**	**4,483**	**25%**
Servicios a la Carga y a las Naves (US$ millones) [2]	**316**	**272**	**16%**
Capacidad Transporte Portacontenedores			
Variación Capacidad Operada Portacontenedores [3]	13%	51%	



(1) Incluye arriendo de naves

(2) No incluye las eliminaciones entre segmentos de negocios y empresas relacionadas

(3) Valor promedio Compañía respecto al promedio del año anterior

Los Ingresos Consolidados de operaciones continuadas para el período alcanzaron a MUS$ 5.151.948, lo que representa una disminución de MUS$ 62.576 ó 1,2% en comparación a los obtenidos en 2010. Esta disminución se explica por las importantes caídas en las tarifas de flete y la menor utilización de activos. El aumento en el volumen transportado en los tráficos de portacontenedores fue más que compensado por las menores tarifas de flete respecto de igual período del año anterior.

El volumen transportado por la Compañía en los servicios portacontenedores alcanzó a 3.127.650 Teus de arrastre, lo que representa un aumento del 7,5% respecto del volumen transportado el año anterior. Sin embargo, y como consecuencia del Plan de Reestructuración, el volumen transportado durante el cuarto trimestre de 2011 cayó 23% con respecto al trimestre anterior y 28% respecto de igual trimestre del año 2010.

CSAV realizó un significativo ajuste a su capacidad operada luego de un fuerte período crecimiento entre los años 2009 y mediados de 2011. A mediados de 2011, la capacidad de transporte de contenedores había crecido cerca de un 50% respecto de mediados de 2010 y casi duplicado respecto de 2009. Hacia finales de 2011, la reestructuración de servicios de CSAV se tradujo en una reducción de un 33% en la capacidad con respecto a la que la empresa tenía a principios de año, reducción que se espera llegue a alrededor de 50% en 2012 una vez que se refleje completamente, desde el punto de vista contable el Plan de Restructuración ya implementado Lo anterior con el objeto de reducir la exposición de la Compañía a los significativas pérdidas que estaban siendo registradas.

Los ingresos de los servicios portacontenedores cayeron cerca de un 11% respecto de 2010. Las significativas caídas de tarifas de flete que se observaron en los distintos tráficos operados por la Compañía pudieron ser sólo parcialmente compensadas con los mayores ingresos y cobros locales realizados a través de la red de agencias de CSAV, lo que permitió mitigar las caídas de tarifas de flete.

Evolución Variables Seleccionadas

Volumen Transportado	T1 2010	T2 2010	T3 2010	T4 2010	Año 2010	T1 2011	T2 2011	T3 2011	T4 2011	Año 2011
Americas	345	385	446	428	1.603	420	432	434	390	1.676
Asia-Europa	131	184	231	224	771	229	226	209	100	764
Intra Asia	101	95	97	89	383	105	97	100	81	381
Transpacífico	0	0	36	70	106	83	68	6	0	157
África & Otros	0	0	2	29	32	40	37	36	36	149
Total (miles de TEUs)	**577**	**665**	**813**	**839**	**2.894**	**877**	**859**	**785**	**607**	**3.128**

Índice de Tarifas por Teu*	**1.637**	**1.777**	**1.983**	**1.855**	**1.830**	**1.599**	**1.561**	**1.596**	**1.778**	**1.622**
Costo Combustible Consumido (US$/ton)	**469**	**466**	**456**	**457**	**461**	**509**	**616**	**656**	**663**	**603**
Duración Promedio Viajes (días)	**59**	**60**	**61**	**60**	**60**	**60**	**59**	**59**	**60**	**60**

*: Indice de tarifa calculado utilizando el ingreso promedio del negocio portacontenedores en 2008 igual a 2000 puntos.

Análisis del volumen transportado. El volumen transportado durante el año disminuyó a medida que la Compañía implementaba su proceso de reestructuración. Las negativas condiciones de mercado antes descritas hicieron inviable continuar con la operación de los servicios AMEX y ASIAM que servían principalmente el tráfico entre Asia y Estados Unidos, el servicio NACSA que unía Canadá con México, el servicio Mare Nostrum que servía el tráfico entre China y el Mediterráneo y el servicio INDUS que unía China con India, entre otros cambios relevantes. A comienzos de 2011, CSAV había expandido su capacidad operada cerca de un 40%, preparándose para servir una mayor demanda por transporte mundial. El exceso de capacidad instalada que se produjo como consecuencia de la restructuración pasó a operaciones descontinuadas y forman parte del costo de reestructuración que está llevando la Compañía.

La duración promedio de los viajes terminados durante el año y reconocidos en los resultados de 2011 se mantuvo constante cercano a los 60 días. El volumen transportado en los viajes que terminaron durante el último trimestre de 2011 sigue mostrando una tendencia decreciente como consecuencia de la significativa reestructuración de los servicios portacontenedores y de la menor demanda por transporte que la esperada. Durante el último trimestre de 2011 terminaron viajes con un total de volumen transportado de 607.101 Teus.

Los costos asociados a los cierres y reestructuración de servicios se presentan separadamente en los estados financieros en la cuenta "Pérdida procedente de operaciones descontinuadas" e incluyen los costos de arriendo, almacenaje y reentrega de equipos y los costos asociados a las naves detenidas (sin uso) y las pérdidas en los subarriendos de éstas a terceros, entre otros. Al 31 de diciembre los costos asociados por estos conceptos ascendían a MUS$ 279.959 (Ver nota N°32).

Los tráficos desde y hacia Sudamérica operados por CSAV y las filiales Companhia Libra de Navegaçao (Brasil) y Compañía Libra de Navegación (Uruguay) mostraron un aumento del 5% en el volumen transportado respecto de 2010. Sin embargo lo anterior, en el último trimestre de 2011 mostró una caída cercana al 10% respecto del trimestre anterior como consecuencia de las reestructuraciones ejecutadas.

Los tráficos de la Compañía desde y hacia mercados de Americas representaron en el cuarto trimestre de 2011 el 64% del volumen transportado versus el 55% en promedio en 2010 y 48% en el primer trimestre de 2011. Este cambio muestra uno de los importantes resultados del proceso de reestructuración y el mayor foco en los mercados históricos de CSAV.

Los tráficos entre Asia y Europa, operados principalmente por la filial Norasia Container Lines, están entre los más afectados por la negativa situación de mercado (menor demanda. sobrecapacidad y caídas significativas de tarifas) y han tenido una serie de reestructuraciones relevantes. Por esta razón, durante el cuarto trimestre, el volumen transportado cayó 52% respecto del trimestre anterior. También los tráficos Intra Asia se han visto afectados por la creciente sobrecapacidad de naves en la industria y menor demanda.

Análisis de los Ingresos Unitarios. Las tarifas de flete han continuado mostrado un deterioro más allá de lo razonable. El índice de tarifas de flete de CSAV, para los viajes terminados durante el año 2011, mostró una caída promedio cercana al 11% respecto de 2010. Sin embargo, durante el cuarto trimestre del año 2011, este índice aumentó cerca de un 11% respecto del trimestre anterior, producto de tres razones principales: (i) una mejora en el mix de ventas por el cierre de servicios con tarifas de flete más bajas, (ii) alzas de flete puntuales y temporales en ciertos tráficos entre finales de julio y septiembre (que luego retomaron la tendencia a la baja en los meses siguientes) y que corresponden a viajes terminados durante el cuatro trimestre, y (iii) a mayores cobros locales asociados al transporte de contenedores realizados en la red de agencias de CSAV particularmente en este trimestre. Aún así, los ingresos de transporte de portacontenedores son todavía insuficientes para generar resultados positivos.

Las tarifas de flete excluido el costo de combustible (tarifas ex – bunker) se deterioraron de manera sistemática y continua durante el año 2011, alcanzando niveles históricamente muy bajos e incluso inferiores a los que hubo durante la crisis del año 2009. En esa crisis, pese a que cayeron significativamente las tarifas de flete, los costos de combustible se mantuvieron muy bajos, producto del deterioro de la economía mundial y del bajo precio del petróleo.

En los servicios en que participa CSAV, la tarifa ex – bunker de 2011 fue menor en cerca de US$ 400 por TEU al promedio observado entre los años 2002 al 2010 e incluso menor en cerca de 160 por TEU a la registrada en el año 2009. Si la comparación se efectúa respecto al último trimestre de 2011, la diferencia de la tarifa ex bunker respecto al promedio 2002 al 2010 es aún mayor, alcanzando a US$ 430 aproximadamente.

En los últimos meses de 2011 las tarifas de flete continuaron mostrando importante caídas, lo que se revirtió sólo hacia finales de diciembre de 2011. Los efectos contables de estas caídas se podrán apreciar de mejor manera en los viajes terminados durante el primer trimestre de 2012.

Los Costos de Ventas consolidados aumentaron en MUS$ 1.135.160 ó 23.9% respecto a 2010, alcanzando a MUS$ 5.877.178. Este importante aumento se explica principalmente por los costos asociados a la mayor capacidad de transporte operada que tuvo la Compañía en sus distintos servicios, por el aumento en costos

producidos por un mayor volumen transportado mencionado precedentemente y por el significativo aumento en el precio promedio de combustible.

Los costos unitarios asociados a la carga, contenedores e intermodalismo aumentaron durante 2011. Este aumento se explica por los aumentos en los costos de terminales, mayor costo de la flota de contenedores y costos de transporte asociados a los efectos del combustible, pero también a los efectos del fuerte crecimiento que experimentó la Compañía hasta el segundo trimestre de 2011 y que generó un mayor costo por contenedor en el esfuerzo por mejorar la utilización de las naves

A pesar del significativo ajuste de 33% a la capacidad de transporte de contenedores realizado durante el año 2011, el promedio de capacidad aumentó en casi un 13% respecto al promedio del año 2010, incrementándose de esta forma los costos de ventas.

El costo de combustible, principal componente de gastos de la Compañía, se incrementó en más de US$ 140/Ton. El precio promedio del combustible consumido por los viajes terminados en el período alcanzó a US$ 622 / Ton, un 35% más que aquél consumido durante 2010. El precio del combustible del cuarto trimestre alcanzó a US$ 664/Ton, superior en US$ 200/Ton al observado en igual trimestre del año pasado y superior en US$ 8/Ton al promedio del trimestre inmediatamente anterior.

Normalmente el costo de combustible se traspasa a los clientes a través de un recargo en la tarifa de flete; sin embargo, la sobrecapacidad de naves y la intensa competencia en los distintos mercados ha hecho que dicho traspaso sea mínimo o inexistente. De esta forma el alza de más de US$ 140 por tonelada en el año ha sido absorbida casi íntegramente por la Compañía afectando muy negativamente los resultados.

El negativo impacto de esta evolución del costo de combustible combinado con las negativas condiciones de mercado de la industria de portacontenedores produce así un impacto directo en el margen de contribución de la Compañía, dada la imposibilidad durante el año 2011 de traspasar dicho aumento de costos a los precios de fletes.

Los beneficios del proceso de reestructuración comenzaron a verse reflejados en el último trimestre de 2011. Las medidas implementadas para enfrentar las difíciles condiciones de mercado, entre las que se encuentra la reestructuración y cierre de servicios, así como la puesta en marcha de operaciones conjuntas con otras navieras relevantes, comenzaron a verse reflejadas en el cuatro trimestre de 2011.

	T4-10	T1-11	T2-11	T3-11	T4-11
Resultado Operación Portacontenedores (USD / Teu)(1)	(19)	(235)	(424)	(426)	(275)
Cambio en tarifa ex - bunker (USD / teu) sobre el T4-10(2)		(236)	(371)	(398)	(382)

Notas: (1) Reporte interno de gestión
(2) Evolución de servicios continuados

Tal como se aprecia en la tabla anterior, la pérdida unitaria de la operación de los servicios portacontenedores cayó en forma muy significativa a partir del último trimestre de 2011. En efecto, luego de alcanzar un máximo de US$ 426 por TEU en el tercer trimestre, se redujo a US$ 275 en el cuarto trimestre Los efectos positivos de la reestructuración de los servicios se pueden ya apreciar en el cuarto trimestre de 2011 ya que la pérdida unitaria disminuyó en US$ 151 por TEU con respecto al trimestre anterior.

La tarifa ex–bunker del cuarto trimestre de 2011 comparada con la existente en el cuarto trimestre de 2010 disminuyó en US$ 382 por TEU. De haberse mantenido las mismas condiciones de mercado y de tarifas ex – bunker observadas en el cuarto trimestre de 2010, el resultado contable de la operación de portacontenedores del cuarto trimestre de 2011 hubiese sido una utilidad de US$ 107 por TEU versus una pérdida de US$ 19 por TEU registrada en el cuatro trimestre de 2010.

La evolución en la estructura de costos operacionales (fijos y variables) de CSAV muestra una disminución consistente y sostenida a partir de la implementación del Plan de Reestructuración.

Servicios Especiales. CSAV opera servicios especiales de transporte de automóviles, carga granel refrigerada, carga a granel sólida y carga a granel líquida. De éstos, los servicios de transporte de automóviles y carga refrigerada son los más relevantes, representando en su conjunto un 9% de los ingresos consolidados de la Compañía.
Los resultados de los servicios de transporte de automóviles se vieron severamente afectados por la caída de la demanda mundial que se observó en el año 2011, producto de la menor actividad de Europa, la lenta recuperación de la demanda de Estados Unidos, y la inestabilidad política en el Norte de África y Golfo Pérsico, a lo que se agregan los efectos negativos en la producción y exportación de Japón, uno de los principales productores y exportadores de automóviles del mundo, producidos por terremoto de principios del año 2011, lo que sólo comenzó a recuperarse a partir de agosto de 2011.

La menor de demanda y oferta mundial antes explicada ha tenido efectos adversos en la demanda mundial por transporte de vehículos, afectando la utilización de las naves. A lo anterior, se agrega el fuerte incremento en los precios de combustible descrito precedentemente y que ha afectado también negativamente el resultado de los servicios de transporte de vehículos.

Por su parte, CSAV Panamá, filial dedicada al transporte de la carga refrigerada a granel, principalmente desde Chile a Estados Unidos de Norteamérica y Europa, continúa mostrando una tendencia a la baja en sus volúmenes transportados. Lo anterior obedece al efecto sustitución de carga a granel por carga conteinerizada que continúa ocurriendo en este tipo de productos. Se espera que esta tendencia se mantenga toda vez que los menores costos de transporte, mayor frecuencia de servicio y la posibilidad para los embarcadores de mover lotes más pequeños hacen del contenedor refrigerado una alternativa cada vez más atractiva. La carga refrigerada transportada en contenedores refrigerados en los servicios de línea aumentó en el mismo período casi compensando la caída de volumen de la carga refrigerada a granel.

De esta forma, el Margen Bruto de las operaciones continuadas del 2011 alcanzó a una pérdida de MUS$ 725.230, inferior en MUS$ 1.197.835 al registrado en igual período del año anterior (utilidad de MUS$ 472.605).

Los Gastos de Administración del período alcanzaron a MUS$ 314.630, lo que representa un incremento del 18,8% respecto de igual período del ejercicio anterior. Este significativo aumento se explica principalmente por un crecimiento en la estructura organizacional desde fines de 2010 hasta mediados de 2011, por el incremento de actividad de la Compañía descrita previamente y la mayor inflación en los principales mercados en que opera CSAV. La Compañía durante 2010 expandió su red de agencias propias y aumentó significativamente la fuerza de ventas y personal de atención a clientes con el fin de mejorar el servicio a los clientes, reforzar su presencia comercial en los mercados y aumentar los ingresos asociados al transporte naviero. A partir del segundo semestre de 2011, y como parte del proceso de reestructuración, CSAV comenzó a ajustar su estructura administrativa reduciendo en cerca de un 12% su personal en comparación con la dotación que la empresa tenía a mediados de año.

La cuenta Otras Ganancias (Pérdidas) presenta una variación entre ambos períodos de MUS$ 24.207, alcanzando un monto de pérdida ascendente a MUS$ 9.484 al 31 de diciembre de 2011. Esta variación se produce básicamente por el reconocimiento de la pérdida en la venta de la nave Maule por MUS$ 10.256 compensada en parte por varios otros ingresos. En el mismo período del año anterior la Ganancia generada se debió básicamente al registro de la utilidad en la venta de las acciones de CCNI por MUS$ 2.250 y el registro de un negative goodwill por MUS$ 6.839.

Con todo lo anterior, el Resultado antes de impuestos, de las operaciones continuadas, muestra una pérdida de MUS$ 1.040.547, inferior en MUS$ 1.258.379 a la utilidad de MUS$ 217.832 registrada en igual período de 2010.

En 2011, el gasto por impuesto de las operaciones continuadas tuvo un efecto positivo, alcanzando los MUS$ 81.023, debido al efecto de los impuestos diferidos, producto de las pérdidas del período. La variación de MUS$ 117.352 con respecto al año anterior se debe a los resultados entre ambos períodos. El gasto por impuesto de las operaciones descontinuadas tuvo un efecto positivo, alcanzando los MUS$ 26.850.

Operaciones Descontinuadas

Como resultado de las medidas del plan de reestructuración (ver más detalles en Nota 32 de los estados financieros), la Compañía al 31 de diciembre de 2011, tuvo pérdidas (no recurrentes) de operaciones descontinuadas, después de impuestos, por un total de US$280 millones en 2011 (US$ 235 millones en el cuatro trimestre de 2011). Del total de las pérdidas no recurrentes de operaciones descontinuadas señaladas US$ 205 millones corresponde a provisiones de pérdidas asociadas al ejercicio 2012.

Las pérdidas (no recurrentes) de operaciones descontinuadas son sustanciales, pero son consecuencia de la magnitud de los cambios que requiere el modelo de negocios de CSAV para que ésta, teniendo en cuenta su estructura, organización y capital, pueda ser competitiva y eficiente en su negocio principal.

Es la visión de CSAV que, sujeto a una normalización razonable del mercado, con estas medidas –que conllevan estas pérdidas (no recurrentes) de operaciones descontinuadas la Compañía podría mejorar su posición y resultados, y así enfrentar mejor el futuro. El nuevo modelo de negocios de la Compañía y su estructura de costos ponen a CSAV en una mejor posición para beneficiarse cuando las tarifas ex–bunker se recuperen a los niveles históricos normales de la industria. Es importante aclarar que en la medida en que esto no ocurra, a lo menos parcialmente, CSAV al igual que sus pares de la industria seguirán teniendo pérdidas operacionales. Esto es el reflejo de que las actuales tarifas ex–bunker no permiten a la industria alcanzar el equilibrio, lo que las hace inestable.

b).- Cia Electrometalúrgica S.A. (Elecmetal)

Elecmetal S.A. consolida sus resultados con Cristalerías de Chile S.A., S.A. Viña Santa Rita, CIECSA S.A., Inversiones Elecmetal Ltda. (ME Global Inc. (USA)) y Fundición Talleres Ltda. principalmente. Debido a que los activos y pasivos de 'Mega' han sido clasificados como 'Mantenidos para la venta' al cierre del año 2011, en los Estados Financieros de Elecmetal S.A. los resultados de 'Mega' no se han consolidado en el año 2011 y los resultados del año 2010 han sido re-expresados sin consolidar 'Mega' con el fin de que los resultados de ambos ejercicios sean comparativos.

ELECMETAL (Consolidado) **Estado de Resultados (MM$)**	**2011**	**2010**
Ingresos de explotación	410.011	365.454
Costos de explotación	(299.339)	(258.731)
Ganancia bruta	**110.672**	**106.723**
Otras ganancias (pérdidas)	(2.904)	93.257
Ganancias en asociadas (VPP)	5.777	4.825
Resultado antes de impuestos	50.509	137.976
Impuesto a las ganancias	(11.068)	(27.578)
Ganancia procedente de operaciones discontinuadas	5.572	6.628
Utilidad total después de impuestos	**45.013**	**117.026**

Análisis comparativo:		
Menos utilidad neta extraordinaria venta VTR	0	(68.300)
Utilidad total después de impuestos comparativa	**45.013**	**48.726**

La Sociedad tuvo una utilidad neta total de $45.013 millones en el año 2011, la que no es comparable con la utilidad neta del año 2010, ya que ésta incluye una ganancia extraordinaria de $68.300 millones después de impuestos producto de la venta del 20% de las acciones de VTR GlobalCom S.A., que la filial Cristalerías de Chile S.A. efectuó en enero de 2010.

Las ventas consolidadas durante el año 2011 alcanzaron $410.011 millones, cifra que es 12,2% superior al año 2010 ($365.454 millones). Este aumento en las ventas se debe principalmente a mayores ventas metalúrgicas (15,4%), vitivinícolas (16,9%) y de envases de vidrio (3%). La ganancia bruta fue de $110.672 millones, que representa un aumento de 3,7% en comparación al año 2010, que es inferior al aumento de las ventas principalmente por los efectos adversos de los mayores costos de energía y combustibles fósiles en el negocio de envases de vidrio, el menor tipo de cambio promedio durante el 2011 en comparación al año anterior y el alza en el costo de caldos durante la vendimia 2011 y otros efectos en filiales.

Los gastos de distribución para el periodo enero a diciembre de este año fueron de $8.862 millones ($8.181 millones al 31 de diciembre del 2010) y los gastos de administración alcanzaron a $53.602 millones, que son un 4,6% superior a los $51.257 millones del mismo periodo del año anterior.

Para el año 2011, la participación en asociadas (filiales no consolidadas) arrojó una utilidad de $5.777 millones, que se compara con la utilidad de $4.825 millones obtenida el año 2010.

El gasto por impuesto a las ganancias al 31 de diciembre de 2011 es un cargo de $11.068 millones (cargo de $27.578 millones al cierre de 2010 que incluye el efecto tributario de la venta del 20% de las acciones de VTR GlobalCom S.A.).

Eliminando el efecto extraordinario de la venta de las acciones de VTR en el año 2010, el año 2011 muestra una disminución de la utilidad neta comparativa en los negocios al pasar de una utilidad de $48.726 millones el año 2010 a la utilidad de $ 45.013 millones obtenida el ejercicio 2011. Esto representa una disminución del 7,6% respecto del año anterior y se explica por menores resultados en los negocios de envases, televisión abierta y vitivinícola que son compensados en parte por mejores resultados en el negocio de acero.

De la ganancia total del periodo, ascendente a $45.013 millones el 2011, la cantidad de $31.008 millones son atribuibles a los propietarios de la controladora y $14.006 millones son atribuibles a participaciones no controladoras (interés minoritario).

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

Negocio del Acero:

Estado de Resultados (MM$)	**2011**	**2010**
Ingresos de explotación	183.936	159.340
Costos de explotación	(146.267)	(126.317)
Ganancia bruta	**37.669**	**33.023**

Los resultados en el año 2011 de este segmento de negocios constituyen récords históricos en ventas y utilidades. Los ingresos por ventas alcanzaron a $183.936 millones en el año 2011, que es 15,4% mayor que el año anterior a pesar del menor tipo de cambio promedio durante el año 2011 respecto del 2010. El aumento en ventas se explica por la mayor actividad en la minería mundial donde la compañía está presente en 32 países y la exitosa penetración en el nuevo negocio de bolas de molienda. La ganancia bruta consolidada del negocio de acero fue de $37.669 millones, que se compara con $33.023 millones del año 2010, producto del aumento en las ventas y de eficiencias en producción por la mayor escala y proyectos de ampliación y optimización efectuados.

En relación con el negocio de bolas de molienda, Elecmetal ha seguido progresando su alianza manufacturera con Long Teng Special Steel de China. Durante este año se constituyó la sociedad “ME Long Teng Grinding Media (Changshu) Co. Ltd.” Esta filial está construyendo una planta en la ciudad de Changshu de China para producir 370.000 toneladas de bolas de molienda con tecnología de ME Elecmetal , cuya primera etapa se estima que estará operativa durante el primer trimestre de 2012.

Por otra parte, en Chile la filial Esco Elecmetal Fundición Ltda. está concluyendo la construcción de una nueva planta para la fabricación de repuestos fundidos para movimiento de tierra destinados para el mercado chileno y de exportaciones. La entrada en operaciones de esta planta está estimada para el segundo trimestre de 2012.

Negocio de Envases (Cristalerías de Chile):

Estado de Resultados (MM$)	**2011**	**2010**
Ingresos de explotación	104.693	101.644
Costos de explotación	(76.842)	(73.320)
Ganancia bruta	**27.850**	**28.324**

La venta de envases este año alcanzó a $104.693 millones, que es 3,0% superior a las ventas registradas durante el año 2010 ($101.644 millones), lo que se explica por mayores ventas físicas de envases para la industria del pisco, envases de bebidas analcohólicas retornables y no retornables, y a exportaciones a países de Sudamérica.

La ganancia bruta del periodo alcanzó a $27.850 millones, un 1,7% inferior a los $28.324 millones del año anterior, debido principalmente a mayores costos de energía eléctrica y combustibles fósiles.

El resultado neto total consolidado de Cristalerías de Chile al 31 de diciembre del 2011 fue una utilidad de $30.148 millones.

Negocio Vitivinícola (Viña Santa Rita):

Estado de Resultados (MM$)	**2011**	**2010**
Ingresos de explotación	121.709	104.121
Costos de explotación	(77.887)	(61.463)
Ganancia bruta	**43.823**	**42.659**

Ventas Viña Santa Rita		**2011**	**2010**
Exportaciones de vino	M. cajas	3.215	2.736
	MUS$	113.177	95.903
Ventas mercado nacional	MLts.	63.971	67.652

Viña Santa Rita y sus filiales alcanzaron ingresos por ventas de $121.709 millones durante el año 2011, lo que representa un aumento de 16,9% respecto del año anterior. Este aumento se explica principalmente por los retornos de las exportaciones por US$ 113,1 millones, lo que representa un aumento de un 18,0% respecto de 2010.

En relación a las exportaciones consolidadas, Viña Santa Rita y sus filiales exportaron en el periodo un total de 3,2 millones de cajas, cifra 17,5% superior al año anterior, con un precio promedio FOB de US$35,2 por caja, en comparación con US$35,1 promedio 2010. Es importante destacar que en el año 2011 se logró el mayor valor histórico en términos de facturación y volumen de exportación.

En el mercado nacional, el volumen de ventas acumulado al 31 de diciembre del 2011 alcanzó a 64 millones de litros, lo que representa una disminución de un 5,4% respecto del año anterior, y el precio de

venta promedio aumentó un 11,5% respecto del año 2010, lo que ha permitido atenuar el aumento de costos de la materia prima caldo, particularmente en los vinos familiares.

La ganancia bruta del año 2011 fue de $43.823 millones, un 2,7% superior al año anterior, debido al efecto del menor tipo de cambio promedio en comparación al año anterior y el alza en el costo de caldos durante la vendimia 2011.

El resultado neto total consolidado de Viña Santa Rita al 31 de diciembre de 2011 fue una utilidad de $6.172 millones ($11.942 millones en 2010 que incluye indemnizaciones por seguros relacionados con el terremoto a comienzos de año).

Negocio Comunicaciones (MEGA):

Estado de Resultados (MM$)	**2011**	**2010**
Ingresos de explotación	42.305	45.478
Costos de explotación	(28.809)	(30.155)
Ganancia bruta	**13.497**	**15.322**

Red Televisiva Megavisión, MEGA, la principal subsidiaria de CIECSA, tuvo una participación de sintonía promedio, obtenida durante todo el horario de transmisión, medida de lunes a domingo, de 21,8 puntos durante el año 2011 (23,3 puntos en el 2010).

Las ventas consolidadas alcanzaron a $42.305 millones durante el año 2011, que son 7,0% inferiores al mismo periodo del 2010. Los costos de ventas del periodo disminuyeron desde $30.155 millones el año pasado a $28.809 millones este año, lo que representa una disminución de 4,5%. La ganancia bruta del periodo fue una utilidad de $13.497 millones ($15.322 millones en el mismo periodo de 2010).

El resultado neto total consolidado de MEGA al 31 de diciembre del 2011 fue una utilidad de $5.657 millones ($6.628 millones en 2010).

Participación en asociadas:

En relación a la utilidad en asociadas (filiales que no se consolidan), Envases CMF S.A., que participa en el negocio de envases de plástico, tuvo ventas valoradas por $42.100 millones, que se comparan con $35.864 millones en el año 2010. La ganancia bruta en el periodo fue de $12.920 millones, mostrando un aumento de 12,6% respecto del año anterior. La sociedad registró una utilidad neta de $3.283 millones al 31 de diciembre del 2011, comparada con una utilidad neta de $2.837 millones el año anterior.

Los principales indicadores a Diciembre de 2011 han tenido el siguiente comportamiento:

INDICES DE LIQUIDEZ

- Liquidez Corriente: Este índice de 433,51 se explica por el alto nivel de disponible en relación a los pasivos corrientes

- Razón Acida: Este índice de 3,78 se explica por la misma razón anterior.

INDICES DE ENDEUDAMIENTO

- Endeudamiento: Este índice de 0,02 Se explica porque la deuda total es mínima en relación al patrimonio de la compañía

- Endeudamiento de Corto Plazo: El índice de endeudamiento alcanza de 0,09 respecto de la deuda total

- Endeudamiento de Largo Plazo: Este índice alcanzó a un 0,91

- Cobertura de Gastos Financieros: No aplica

INDICES DE RENTABILIDAD

- Rentabilidad del Patrimonio: Este índice disminuye a -0,66 en relación al mismo período del año anterior debido a las pérdidas sufridas en el periodo 2011.

- Rentabilidad del Activo: Este índice disminuye en relación al mismo período del año anterior debido a las pérdidas sufridas en el periodo 2011.

- Rendimiento Activos Operacionales: Este índice disminuye a 0,00 en relación al mismo período del año anterior debido a las pérdidas sufridas en el periodo 2011.

- Retorno de Dividendos (cifras en US$, centavos): Este índice de 0,06, es producto de los dividendos pagados durante el primer semestre correspondiente a la utilidad del año 2010.

- Resultado por Acción (cifras en US$, centavos): Este índice se hace negativo, debido a las pérdidas del periodo 2011.

- Valor Bursátil de la Acción (cifras en $): El valor de la acción disminuyó en $ 250 en relación a Diciembre del 2010 quedando al 31 de diciembre 2011 en $ 700

2. - 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. y Elecmetal 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, y Cía. Electrometalúrgica presentado en los estados financieros, con su valor de cierre bursátil al 31 de diciembrede 2011 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.	587.994.249	102,23	115.775,52	120.754,75	-4.979,23
Compañía Electrometalúrgica S.A.	4.203.936	8.451,00	68.427,32	50.897,00	17.530,32
					12.551,09

El mayor valor de MUS$ 12.551,09 corresponde a la diferencia producida entre el valor de presentación en libros de las acciones y su cotización bursátil a la fecha señalada.

3. - Análisis de los Flujos de Fondos.

Durante el periodo 2011 el saldo del efectivo y efectivo equivalente alcanzo un saldo de MUS$ 931.

En relación a lo anterior, es importante hacer notar que el flujo neto positivo originado por las actividades de la operación por MUS$ 8.535 se explica principalmente por la recepción de dividendos de las empresas asociadas por MUS$ 9.139.

Las actividades de financiamiento generaron un flujo negativo de MUS$ 56.135, durante el primer semestre, que se explica por un el aumento de capital por MUS$ 32.518, pago de préstamos por MUS$67.098 y pago de dividendos por MUS$ 21.555

Las actividades de inversión presentan un flujo negativo de MUS$ 491.589. Lo anterior se genera producto de ingresos recibidos por la enajenación de acciones de CSAV por MUS$ 240.674, la suscripción de acciones en CSAV por un monto de MUS$ 108.731, préstamos otorgados a EE RR por MUS$ 100.000 y el efecto generado por la no consolidación de los EE FF de CSAV por MUS$ 523.532, que estaban incorporados en el saldo inicial al 1 de enero de 2011.

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 de forma directa o indirecta a través de la subsidiaria Marinsa S.A. A la fecha la inversión en CSAV S.A., representa el 43,35% de sus activos, y la inversión en la Cía. Electrometalúrgica S.A., el 18,27% de ellos (ambas sociedades anónimas abiertas inscritas y sujetas a la fiscalización de la Superintendencia de Valores y Seguros).

Los pasivos de la subsidiaria Marítima de Inversiones S.A. en dólares norteamericanos ascienden a MUS$2.500 al 31 de diciembre de 2011, y debido a lo anterior se encuentran respaldados en la misma moneda.

Indices Financieros Balance Navarino Consolidado

			dic-11	dic-10
Liquidez Corriente	=	Activos Circulantes / Pasivos Circulantes	433,51	1,46
Razón Acida	=	Recursos Disponibles / Pasivos Circulantes	3,78	0,55
Endeudamiento	=	Total Pasivo Exigible / Patrimonio	0,02	6,90
		Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,09	0,51
		Deuda Largo Plazo / Deuda Total	0,91	0,49
Cobertura Gastos Financieros	=	Resultado antes de Impuestos e Intereses / Gastos Financieros	-244,25	6,01
Rentabilidad Patrimonio	=	Resultado del Ejercicio / Patrimonio Promedio	-0,66	0,18
Rentabilidad del Activo	=	Resultado del Ejercicio / Activos Promedio	-0,08	0,01
Rendimiento Activos Operacionales	=	Resultado Operacional del Ejercicio / Activos Operacionales Promedio **(1)**	0,00	0,08
Retorno de Dividendos (Cifras en centavos de dólares)	=	Dividendos Pagados en los últimos 12 meses / Precio de Mercado de la Acción	0,06	0
Resultado por Acción (Cifras en centavos de dólares)	=	Resultado del Ejercicio / Número de Acciones	-1,01	0,32
Valor Bursatil de la acción (Cifras en pesos)	=		700,00	950,00

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

Total de Activos	**A:**	**dic-11**	**dic-10**
(Cifras en miles de USD)			
Circulantes		106.644	1.432.435
Fijos		-	1.242.686
Otros Activos		171.923	626.679
Total Activos		**278.567**	**3.301.800**
Aumento / Disminución por:			
Activos Fijos:			
Compras		-	328.242
Ventas		-	32.671
Inversiones en Asociadas:			
Inversiones		131.943	-38.593
Resultados Netos		-267.762	45.517
TEUS movilizados		**-**	**2.894**
(Cifras en miles)			
Estado de Resultado			
(Cifras en miles de USD)			
Ingresos de Explotación:			
Sector Naviero		-	5.109.957
Sector Portuario, Agenciamiento y Otros		4.552	342.326
Costos de Explotación:			
Sector Naviero		-	-4.727.019
Sector Portuario, Agenciamiento y Otros		-1.178	-253.127
Costos de:			
Administración		-339	-266.184
Financiero		-1.093	-45.069
Resultados:			
Operacional		3.035	205.953
No Operacional		-271.360	19.730
RAIIDA e IE **(2)**		-267.216	336.092
Impuesto a la Renta		15	-36.847
Pérdida / Utilidad atribuible a los accionistas		-143.289	38.394

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