



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

Analistas

Antonio González G.

Carlos García B.

Tel. (56) 22433 5200

[antonio.gonzalez@humphreys.cl](mailto:antonio.gonzalez@humphreys.cl)

[carlos.garcia@humphreys.cl](mailto:carlos.garcia@humphreys.cl)

## Sociedad Matriz SAAM S.A.

Enero 2020

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 224335200 – Fax 224335201  
[ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl)  
[www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl)

Categorías de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Acciones (SMSAAM)	Primera Clase Nivel 2
Tendencia	Estable
Líneas de Bonos y Bonos	AA-
Tendencia	Estable
EEFF base	Septiembre de 2019

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Línea a 10 años	Nº 793 de 27.11.2014
Serie B (BSAAM-B)	Primera Emisión
Línea a 30 años	Nº 794 de 27.11.2014
Serie C (BSAAM-C)	Primera Emisión

Estado de Resultados Consolidado, cuentas seleccionadas IFRS							
M US\$	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	sept-18	sept-19
Ingresos de actividades ordinarias	492.305	426.273	393.932	467.826	515.987	383.204	385.801
Costo de ventas	-368.622	-314.226	-291.281	-345.254	-366.442	-274.043	-266.300
Gastos de administración	-65.883	-70.988	-61.858	-73.581	-74.811	-55.091	-49.404
<b>Resultado operacional<sup>1</sup></b>	<b>57.800</b>	<b>41.059</b>	<b>40.793</b>	<b>48.991</b>	<b>74.734</b>	<b>54.070</b>	<b>70.097</b>
Participación en ganancias de asociadas	28.938	37.875	42.225	22.436	18.256	13.069	11.363
Costos financieros	-11.000	-10.801	-10.946	-15.617	-18.106	-13.356	-14.192
<b>Ganancia (Pérdida)</b>	<b>70.203</b>	<b>80.010</b>	<b>62.902</b>	<b>69.312</b>	<b>61.791</b>	<b>44.348</b>	<b>54.427</b>
EBITDA	107.963	91.765	91.379	117.723	145.920	106.621	127.807

<sup>1</sup> El resultado operacional es la suma de los ingresos de actividades ordinarias y otros ingresos, menos los costos de venta, gastos de administración, otros gastos por función y otras

Balance General Consolidado IFRS						
M US\$	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	sept-19
Activos Corrientes	203.424	260.366	297.731	404.914	392.802	450.054
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	44.915	113.380	143.029	222.062	241.412	303.497
Activos No Corrientes	1.018.804	960.436	969.748	1.074.917	1.032.435	1.038.382
<b>Total Activos</b>	<b>1.222.228</b>	<b>1.220.802</b>	<b>1.267.479</b>	<b>1.479.831</b>	<b>1.425.237</b>	<b>1.488.436</b>
Pasivos Corrientes	140.054	143.798	144.596	164.949	130.263	141.322
Pasivos No Corrientes	249.873	247.621	258.352	393.063	374.607	404.574
Pasivos Totales	389.927	391.419	402.948	558.012	504.870	545.896
Patrimonio total	832.301	829.383	864.531	921.819	920.367	942.540
<b>Patrimonio y Pasivos, Total</b>	<b>1.222.228</b>	<b>1.220.802</b>	<b>1.267.479</b>	<b>1.479.831</b>	<b>1.425.237</b>	<b>1.488.436</b>
Deuda Financiera	190.160	245.476	269.135	356.485	334.115	374.391

## Opinión

### Fundamentos de la clasificación

**Sociedad Matriz SAAM S.A. (SM-SAAM)** es una empresa que presta servicios al comercio internacional a través de sus tres áreas de negocios, remolcadores, puertos y logística. La compañía opera a lo largo de toda América. **SM-SAAM** fue constituida como empresa el 15 de febrero de 2012, tras la división de Compañía Sud Americana de Vapores S.A. Su controlador es la empresa Quiñenco S.A., a través de distintas sociedades intermedias.

**SM-SAAM**, de manera consolidada y considerando el período de un año a diciembre de 2018, alcanzó ingresos por US\$ 515,9 millones, una ganancia de US\$ 61,7 millones y un EBITDA de US\$ 145,9 millones, distribuido en un 54,7%, 40,9% y 4,5% en las áreas de administración de terminales portuarios, servicio de remolcadores y logística, respectivamente. Al tercer trimestre del 2019, la compañía tuvo ingresos consolidados por US\$ 385,8 millones, por su parte, la ganancia fue de US\$ 54,4 millones y el EBITDA ascendió a US\$ 127,8 millones. En ese mismo periodo, la deuda financiera fue de US\$ 374,3 millones, mientras el patrimonio se ubicó en US\$ 942,5 millones.

Dentro de las principales fortalezas que dan sustento a la clasificación de las líneas de bonos de **SM-SAAM** en "Categoría AA-", se encuentra la fortaleza de la generación de flujos de caja de la empresa, la que incluso bajo condiciones de importante *stress* financiero y económico en años recientes, mostró una moderada contracción.

Otro aspecto positivo considerado en el proceso de clasificación es la dilatada experiencia del grupo de empresas operativas, con más de 55 años de operaciones, lo cual le ha permitido generar un modelo de negocios con propensión a la diversificación de ingresos y flujos, tanto por segmentos como países, así como mejoras generadas por el nuevo modelo operacional, todo lo cual redundará favorablemente en su competitividad dentro de América, su zona de actividad.

Relacionado con lo anterior, se reconoce particularmente la estabilidad del negocio de administración de terminales portuarios, en los que **SM-SAAM** presenta una posición destacada a nivel de América del Sur y una positiva generación de flujos de caja. Complementariamente, **Humphreys** valora el posicionamiento de la compañía en el servicio de remolcadores en América, donde es líder de mercado, siendo además la cuarta empresa a nivel mundial en términos de tamaño.

Asimismo, la clasificación destaca la solvencia y apoyo financiero que puede brindarle a **SM-SAAM** su controlador, el grupo chileno Quiñenco S.A., empresa que posee una amplia experiencia en la administración de empresas de distintos rubros. Finalmente, se tiene en cuenta que la sociedad, en particular por su experiencia y las nuevas oportunidades que se pueden presentar, tiene potencial de crecimiento para posicionarse en cualquiera de sus negocios, en especial en los países de América donde hoy no opera o lo hace con sólo algunas de sus tres líneas de negocios.

Dentro de los elementos que restringen la clasificación asignada a **SM-SAAM**, figura el hecho que la compañía se desempeña en un rubro expuesto a las fluctuaciones del comercio y la economía mundial, lo que puede afectar el volumen de negocios y la generación de caja de la empresa. Sin embargo, se reconoce que en años recientes las fluctuaciones de **SM-SAAM** no han perjudicado a la estabilidad de los flujos. Otro factor que puede afectar las actividades de la compañía es el nivel de competencia, en sus tres segmentos, lo que podría verse incrementado con la llegada de operadores globales.

Un elemento de riesgo adicional a la competitividad es el cambio tecnológico, tanto en las naves que deben ser asistidas como de los equipos necesarios para desarrollar sus faenas en el segmento puertos, remolcadores y logística. Esta modificación ha obligado a la empresa a realizar inversiones importantes para seguir siendo competitiva.

Un factor que afecta la generación de caja de la empresa es el término de las concesiones de los terminales portuarios, en particular de aquellos que son consolidados por **SM-SAAM**, por cuanto corresponden a concesiones de plazo fijo. Aunque algunas de éstas tienen posibilidad de extensión, caducarán. La misma situación ocurre con los remolcadores en los países donde la compañía tiene concesiones de prestación de este servicio. Sin embargo, es importante mencionar que hasta el momento todas las concesiones de puertos y remolcadores próximas a vencer han sido extendidas.

Otros riesgos son las importantes diferencias entre las legislaciones nacionales e internacionales, que regulan los tres segmentos de negocios, y la multiplicidad de empresas filiales, coligadas y, por tanto, de monedas con que la empresa desarrolla sus negocios. Esto puede complejizar las operaciones de la empresa, en particular,

por efectos de descalce de divisas, que en todo caso son atenuadas con instrumentos derivados (se incluye el hecho que muchas economías donde opera la compañía exhiben un riesgo soberano superior al de Chile).

A futuro, la clasificación de solvencia de **SM-SAAM** podría aumentar en la medida que la firma incremente su escala de los negocios y disminuya su nivel de endeudamiento financiero relativo, medido sobre la generación de flujos.

Para el mantenimiento de la clasificación se espera que el financiamiento de las nuevas inversiones y la rentabilidad de éstas, no impliquen incrementos significativos en el endeudamiento relativo de la compañía y que éstas sigan en niveles compatibles con su actual categoría de riesgo.

La categoría de riesgo asignada a los títulos accionarios en "Primera Clase Nivel 2" responde a la solvencia de la empresa emisora y la presencia bursátil que exhiben los títulos accionarios.

### Resumen Fundamentos Clasificación

#### Fortalezas centrales

- Fortaleza de la generación de EBITDA.

#### Fortalezas complementarias

- Liderazgo a nivel del continente.
- Fuerte respaldo del controlador.
- Diversificación de flujos, geográficos y por operaciones.

#### Fortalezas de apoyo

- Amplia experiencia de la compañía.
- Potencial de crecimiento.

#### Riesgos considerados

- Dependencia del transporte marítimo, comercial y economía (riesgo de bajo impacto).
- Posible incremento de la competencia (riesgo de bajo impacto en el corto plazo y riesgo medio en el largo plazo).
- Necesidad recurrente de inversiones (riesgo bajo).
- Término de concesiones (situación predecible y administrable).
- Operación en varios países con distinto nivel de riesgo: multiplicidad de monedas y regulaciones (riesgo administrable).

## Hechos recientes

### Resultados a septiembre 2019

A septiembre 2019, los ingresos de SAAM llegaron a US\$ 385,8 millones, lo que significó un aumento de 0,7% en relación con septiembre de 2018. Por áreas de negocios, las ventas de terminales portuarios, remolcadores y logística fueron de US\$ 207,5 millones, US\$ 144,2 millones y US\$ 36,4 millones, respectivamente, con variaciones de 3,7%, 2,3% y -18,5%, en el mismo orden.

Los costos de venta experimentaron una disminución de 2,8%, llegando a US\$ 266,3 millones, debido a menores costos variables y eficiencias en costos, producto de la implementación de una serie de iniciativas asociadas al nuevo modelo operacional. De este modo, el margen bruto alcanzó a US\$ 119,5 millones, con una variación de 9,5%, con respecto al mismo periodo del año 2018.

Por su parte, los gastos de administración fueron de US\$ 49,4 millones, disminuyendo de ese modo en 10,3% y las otras ganancias fueron positivas por US\$ 6,4 millones, contra los US\$ 8,5 millones del mismo periodo del año anterior. Con ello, el resultado operacional aumentó en 29,6% hasta alcanzar los US\$ 70 millones.

### Hechos recientes

Durante 2019, en el negocio de los remolcadores, **SM-SAAM** adquiere la participación de Boskalis por US\$ 194 millones, la cual incluye 49% de las acciones en SAAM SMIT Towage México (el cual consolida las operaciones de México, Canadá y Panamá) y el 50% de sus acciones en SAAM SMIT Towage Brasil, otorgándole el 100% de participación en Brasil, Panamá, México y Canadá. La adquisición se realizó a través de una combinación de fondos propios y mayor deuda. Después de la adquisición **SM-SAAM** quedó con el 100 % de participación de ambas sociedades, consolidándolas en sus estados financieros a partir de noviembre de 2019. Por otro lado, **SM-SAAM** concretó la venta del 15% de su participación en Terminal Puerto Arica, la cual fue por un precio cercano a los US \$12,2 millones.

## Definición Categorías de Riesgo

### Categoría AA (títulos de deuda)

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

"-": Corresponde a los títulos de deuda con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

### Primera Clase Nivel 2 (títulos accionarios)

Corresponde a aquellos títulos accionarios que presentan una muy buena combinación de solvencia y estabilidad en la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

### Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

## Oportunidades y Fortalezas

**Fortaleza de la generación de caja:** Durante el período 2006-2011, el comercio mundial y el mercado de transporte marítimo de contenedores experimentaron fuertes variaciones de un año a otro, especialmente

durante la crisis económico-financiera de los años 2008 y 2009. Sin embargo, incluso en un escenario donde el mundo enfrentó una de las peores contracciones económicas del último tiempo, la generación de caja consolidada de las filiales de **SM-SAAM**, que representa el activo esencial del emisor, no se vio afectada en demasía. El EBITDA cayó 5,3% en 2009<sup>2</sup> y se recuperó inmediatamente en 2010, lo que refleja la elevada vitalidad de la generación de caja (entre los años 2006 y 2018 ha tenido un crecimiento anual compuesto de los ingresos de un 8,3% y del EBITDA de un 12,8%).

En esta misma línea, se debe señalar que los terminales portuarios son proyectos de infraestructura que demandan una inversión inicial elevada, pero que una vez en funcionamiento generan flujos de caja o dividendos de manera estable, puesto que sus servicios pueden considerarse como fundamentales para el comercio y, por tanto, para la actividad económica de un país. Complementan lo anterior la limitación de competencia (al ser licitados) y los elevados plazos de concesión (usualmente de 20 o más años). Esto último, considerando que son básicamente proyectos de largo plazo.

**Diversificación geográfica y de operaciones:** Las filiales de **SM-SAAM** realizan sus actividades a lo largo de toda América, desde Canadá hasta Chile, participando en mercados de elevado tamaño como el mexicano, el canadiense, el ecuatoriano, brasilero y chileno lo que le permite a la empresa una adecuada diversificación de ingresos y flujos en términos geográficos, en donde solo el 23% del ebitda se genera en Chile. Por otro lado, en términos de actividades, la compañía ofrece servicios de terminales portuarios, remolcadores y logística, que en septiembre de 2019 representaron un 53,5%, 37,2% y 9,4% de los ingresos, respectivamente.

**Experiencia de la entidad y fortaleza financiera y apoyo del controlador:** Quiñenco S.A., controlador de **SM-SAAM**, alcanzaba un patrimonio de US\$ 10.085 millones al 30 de septiembre de 2019, siendo uno de los grupos económicos más importantes de Chile.

La empresa es un *holding* diversificado que invierte en Chile en los rubros de bebidas (CCU), financiero (LQIF), insumos industriales (Invexans y Techpack), combustibles (Enex) y transporte marítimo (CSAV/Hapag Lloyd/UASC), además en el pasado tuvo presencia en el *retail* y las telecomunicaciones, por tanto, ha demostrado la capacidad de administrar empresas de sectores muy distintos, brindándoles además la asistencia técnica y el apoyo financiero necesarios.

Por su parte, **SM-SAAM** fue creada en 1961, por lo tanto, posee una trayectoria de más de 55 años en las actividades relacionadas al comercio exterior en los servicios de naves y carga. Su importante experiencia en Chile y en el exterior en la actividad de administración de terminales portuarios (bajo diversas regulaciones y tipos de carga asistida), sumado al tamaño de su división de remolcadores en América y las distintas modalidades de los servicios de logística que ofrece, le otorgan una experiencia relevante para poder enfrentar la competencia de otros operadores, a la vez de poder utilizarla para continuar su expansión en el continente.

---

<sup>2</sup> Bajo Norma Contable Chilena.

Actualmente, se destaca la importante participación del segmento de terminales portuario en América del Sur, siendo uno de los principales operadores del sector.

Un aspecto a destacar es el *Know How* que posee la compañía en la administración de terminales concesionados.

**Liderazgo en remolcadores:** En la actualidad, SAAM opera con un total de 153 remolcadores a lo largo de toda América (uno en construcción) y en más de 60 puertos dentro de nueve países, además de Argentina en donde presta servicios de catamaranes y ferris a través de TABSA, lo que la convierte en la compañía de mayor tamaño de este mercado en el continente y la cuarta a nivel mundial, con una facturación anual del orden de los US\$ 188,8 millones, a diciembre de 2018.

La compañía tiene un importante volumen de operaciones en Chile, Brasil y Canadá, y, en menor medida, en México, Uruguay, Ecuador, Costa Rica, Guatemala, Argentina y Panamá. Por lo tanto, existe una adecuada diversificación geográfica y la posibilidad de seguir creciendo, utilizando la experiencia adquirida.

**Potencial de crecimiento:** Si bien la empresa ha logrado una mayor diversificación, tanto con la oferta de nuevos servicios como con la entrada a nuevos países, la empresa tiene aún la posibilidad de continuar creciendo. En efecto, la experiencia de **SM-SAAM** en la administración de puertos en el exterior y, en particular, en Chile le permite competir en nuevas licitaciones de puertos en el exterior, mientras que con su liderazgo en remolcadores puede ingresar a mercados en los que hoy no opera o lo hace en una escala muy baja.

Finalmente, la actividad logística tiene la posibilidad de proyectarse al exterior, en particular, de forma complementaria a los otros dos segmentos de negocios con que opera en el extranjero y que pueden servirles para captar nuevos clientes.

## Factores de Riesgo

**Dependencia del transporte marítimo y comercio:** La sociedad depende principalmente del comercio internacional, en particular, del marítimo y sobre todo de los movimientos de contenedores (a través de la atención a buques portacontenedores en puertos, de las labores de remolcamiento a estas naves, y por los servicios de almacenaje y transporte en el área de logística). Si bien en los últimos años la disminución de las restricciones ha elevado el volumen de actividad comercial de la empresa, éste aún se ve mermado por los vaivenes de la economía mundial, como en la crisis de 2009, así como el proceso de consolidación de las compañías navieras, que signifique la llegada a los puertos de un menor número de buques, lo cual, en definitiva, puede afectar el nivel de las actividades de las filiales de **SM-SAAM**.

El análisis reconoce que, en la práctica, como lo demuestran las cifras de EBITDA e ingresos, los servicios prestados por la sociedad son menos propensos a tener una marcada volatilidad, lo que ha quedado demostrado en las crisis del mercado naviero de 2008-2009 y 2011. Un factor que ayuda en este sentido es la diversificación geográfica.



Por otro lado, el sector portuario cada cierto tiempo enfrenta problemas de paralización de actividades, situación para la cual la empresa dispone de planes de contingencia (para asegurar el despacho de la carga). Si bien, estas acciones pueden reducir el margen operacional, el impacto depende del período en que suceden los hechos.

**Competencia:** Los terminales portuarios enfrentan la competencia directa de otros puertos dentro de su área de influencia geográfica, lo que los obliga a mantener tarifas y tecnología competitivas, misma situación que sucede con el segmento de remolcadores en los puertos donde no existen concesiones, y también en el rubro logístico. En particular, la mayor integración comercial puede traer aparejada la aparición de operadores globales en los tres segmentos de negocios de **SM-SAAM**, lo que la obliga a mantener tarifas y tecnología competitivas.

**Obsolescencia tecnológica e inversiones futuras:** La flota de barcos de transporte de contenedores ha ido evolucionando hacia naves más eficientes, de mayor tamaño y nueva tecnología, lo que obliga a la empresa, tanto en sus terminales portuarios (grúas, por ejemplo) como en su división de remolcadores, a invertir constantemente con el objetivo de poder servir de forma eficiente a sus clientes. En efecto, la decisión de invertir en nuevas tecnologías se transforma en un elemento diferenciador en la competencia entre puertos, por lo que resulta fundamental realizar las inversiones necesarias para aumentar tanto la productividad como la gama de barcos que pueden ser atendidos por los servicios de **SM-SAAM**.

En 2017, la empresa colocó su primer bono en el mercado local, que se utilizó en su totalidad para refinanciar deuda de corto y largo plazo. En este periodo, además, la empresa finalizó un periodo importante de inversiones principalmente en infraestructura y equipos de terminales portuarios (crecimiento en infraestructura del Puerto de Guayaquil, Mazatlán e Iquique), los que por sus características son capaces de endeudarse y hacer frente por sí mismos a estas obligaciones, por ende, no toda inversión implica mayores compromisos financieros para **SM-SAAM** como matriz.

**Término de concesiones portuarias y de remolcadores:** Salvo algunos puertos privados, las concesiones de administración de terminales portuarios y de servicio de remolcadores en los que participa la compañía tienen plazos fijos de término, y si bien algunas de ellas cuentan con la posibilidad de extensión (el 2024 finaliza la concesión más cercana<sup>3</sup>), en la práctica, todas caducarán, lo que implica que, desde una perspectiva de más largo plazo, sus flujos de caja no necesariamente pueden considerarse como estructurales a la compañía. Como atenuantes, se reconoce que las fechas de término de concesión de los puertos consolidados por SAAM Ports son escalonadas en el tiempo (lo que modera el impacto sobre la generación de caja total), que la mayoría de los puertos no son consolidados y sus flujos entran a **SM-SAAM** como dividendos, y que la experiencia de la empresa en este segmento le permite participar en nuevas licitaciones y re-licitaciones.

**Regulaciones locales:** Considerando la diversidad de países en los que opera (doce en total), **SM-SAAM** se desenvuelve en un sector productivo con una elevada cantidad y variedad de regulaciones, lo que afecta tanto la forma de operación como las perspectivas del negocio. En efecto, las regulaciones incluyen la forma en que

---

<sup>3</sup> Tiene opción de extensión por cinco años.

se licitan los terminales portuarios (por ejemplo, en Chile existen restricciones de concentración de propiedad); licitaciones de servicios de remolcadores; normativas medioambientales (en particular lo que tiene que ver con manejo de combustibles); restricciones de acceso y operación a ciertos países, mercados o puertos; normas aduaneras y de comercio entre países, entre las más relevantes.

**Multiplicidad de filiales, coligadas y monedas:** Por la variedad de negocios y países en los que se desempeñan las filiales de **SM-SAAM**, la compañía ha debido constituir una serie de filiales, las que están expuestas a las regulaciones locales, por ejemplo, para efectos de la compra de divisas para el pago de dividendos. Además de operar con distintas monedas, lo que afecta en términos de costos y salarios (la depreciación de las monedas sudamericanas ha afectado en forma favorable los resultados de la compañía, pues los ingresos son percibidos en dólares americanos y los costos en moneda local).

Por el contrario, los ingresos están expresados e indexados mayoritariamente en dólares americanos, por lo que podría existir un descalce de monedas, situación que podría ser atenuada con coberturas. También debe mencionarse que, por la complejidad de la malla de sociedades de **SM-SAAM**, esta clasificadora considera que existe el riesgo de que se dificulte la llegada de los flujos a la matriz, debiendo muchas veces pasar por sociedades intermedias. A esto se suma el hecho que una buena parte de las inversiones se encuentra en sociedades coligadas (no controladas), en las cuales no hay influencia en las políticas de dividendos. No obstante, de acuerdo al emisor, este riesgo se reduce con la implementación de una política de dividendos estructurada, a lo que se adiciona el hecho que la compañía podría ejercer una influencia relevante sobre la distribución de dividendos de sus coligadas. Adicionalmente, hay algunos países en los que opera **SM-SAAM** que presentan riesgo soberano más bajo que Chile, incluso algunos están en grado de especulación, como por ejemplo Brasil.

## Antecedentes Generales

### La compañía

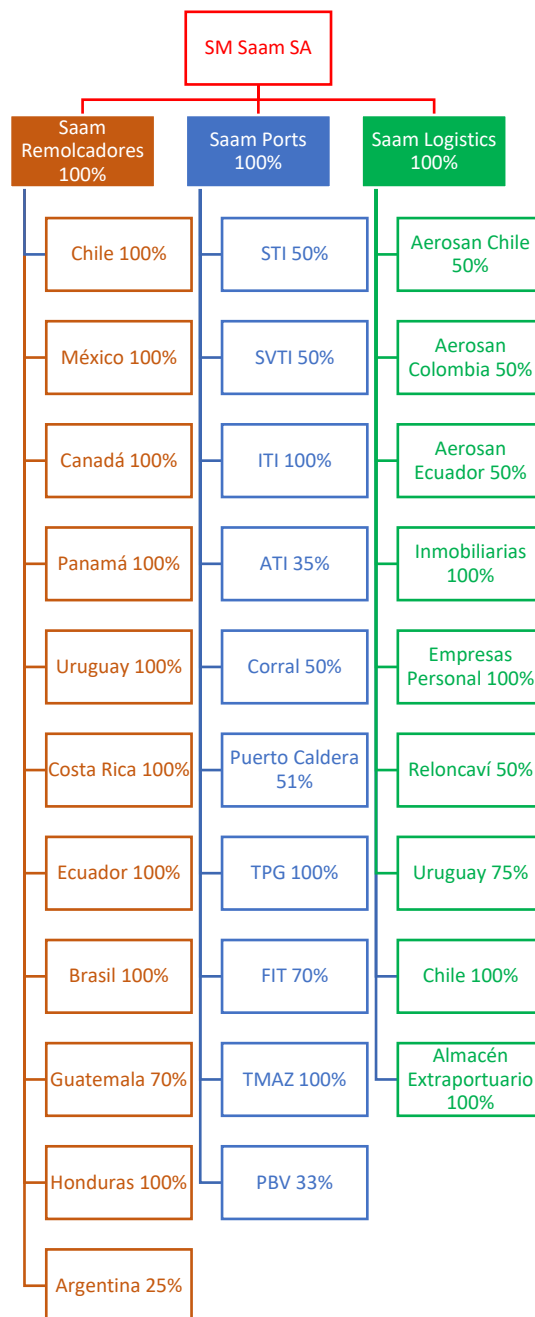
**SM SAAM S.A.** nació en 2012 tras la división Compañía Sud Americana de Vapores (CSAV); adquiriendo el 99,99% de las acciones de SAAM S.A., en ese entonces filial de CSAV. Dado que en su momento los activos del emisor se conformaron inicialmente por dichas acciones y, posteriormente, por las acciones de las empresas resultantes de la división de SAAM, en los hechos, matriz y filiales fueron consideradas como una unidad económica.

**SM SAAM S.A.** tiene operaciones a través de sus tres áreas de negocios tanto en Chile como en el extranjero: en América del Norte (Canadá, México y EEUU (Florida)), América Central (Panamá, Guatemala y Costa Rica) y América del Sur (Colombia, Ecuador, Brasil, Uruguay y Argentina).

**SM SAAM** tiene como activos primordiales las acciones de SAAM S.A., SAAM Ports S.A. y SAAM Logistics S.A. Estas dos últimas empresas emergen como resultado de la división de la primera; proceso que tuvo como objeto segregar funciones y, con ello, alcanzar una gestión más eficiente.

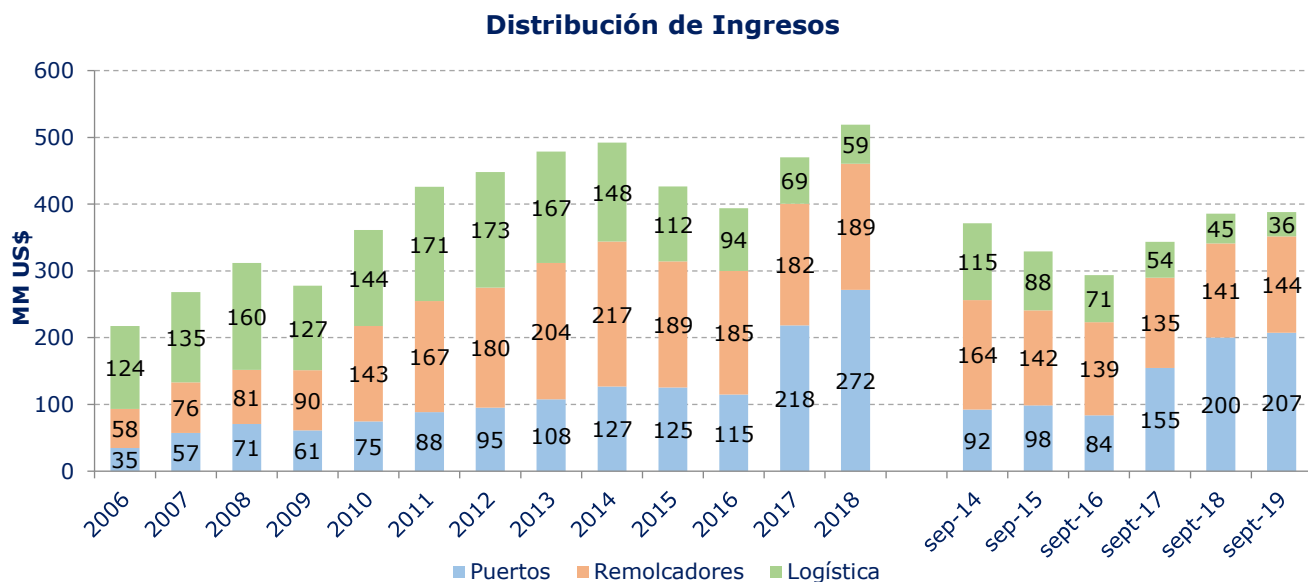
La compañía es controlada por el grupo Luksic, a través de Quiñenco S.A. y filiales de ésta.

## Malla Societaria

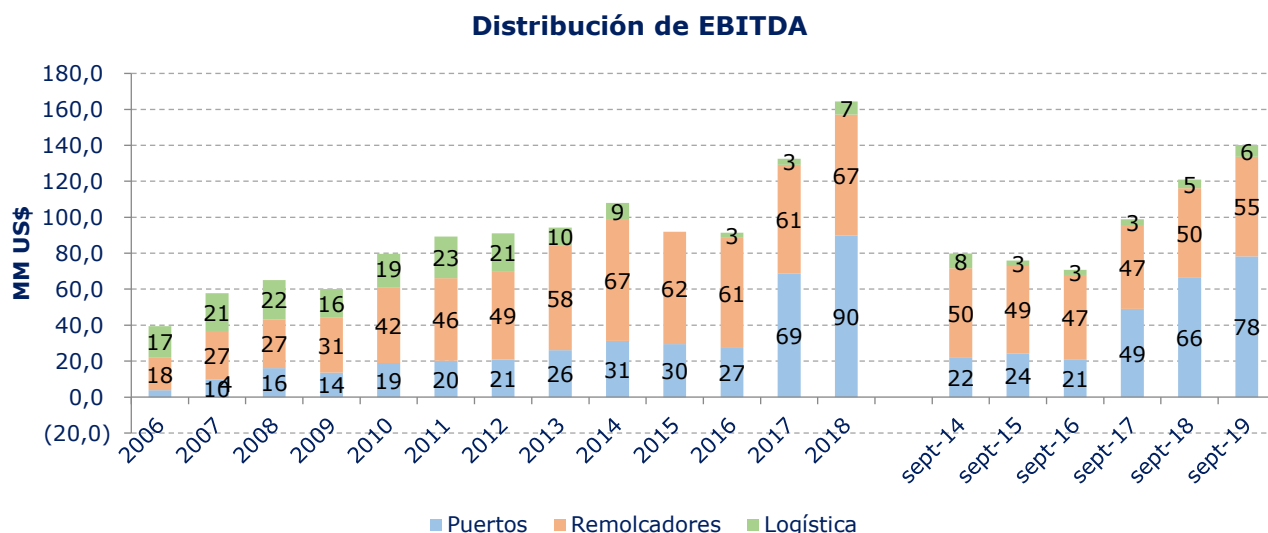


## Composición de los flujos

La distribución de los ingresos durante los tres primeros trimestres del año 2019, en terminales portuarios, remolcadores y logística aportaron un 53,5%, 37,2% y 9,4%, respectivamente. A diciembre 2018, la cifra es de 52,3%, 36,4% y 11,3% de las ventas, respectivamente. Por su parte, las contribuciones al EBITDA fueron a septiembre de 2019, en ese mismo orden, de 55,8%, 39,6% y 4,6%, como se aprecia en el siguiente gráfico:



En términos de EBITDA la evolución se muestra a continuación:



La composición de ventas y EBITDA, por área, ha ido cambiando a lo largo de los años, en la medida que se han expandido las operaciones a nuevos países o ha aumentado la escala, lo que ha implicado que puertos y

remolcadores hayan ido ganando en aporte, tanto en términos de ventas como de EBITDA, especialmente por su mayor cobertura geográfica en comparación con logística. Sin embargo, del año 2015 en adelante podemos apreciar como la baja en el dinamismo económico global y los cambios en el rubro marítimo han afectado las tanto las ventas como el EBITDA de la división de logística, pero con una recuperación desde el año 2017 a la fecha.

## Áreas de Negocio de la Compañía

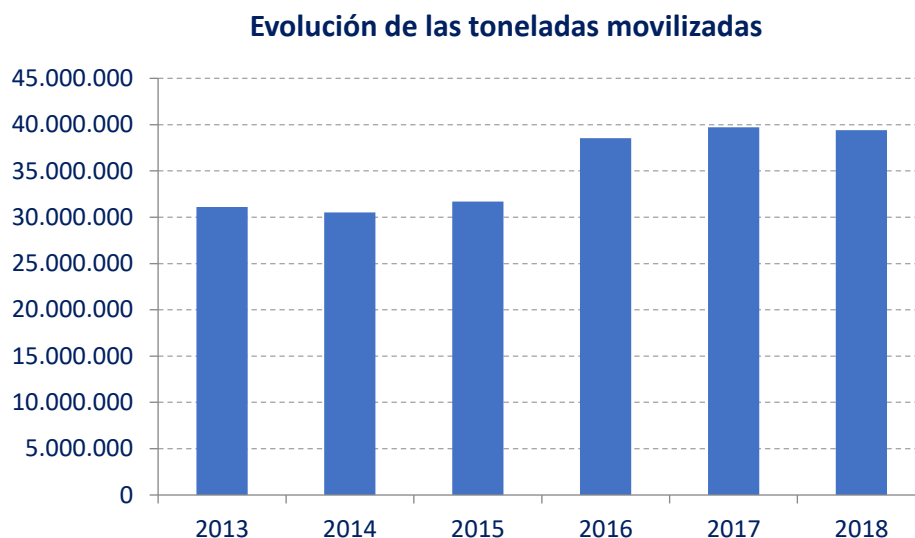
Las tres empresas en que **SM-SAAM** divide sus negocios son “terminales portuarios”, “remolcadores” y “logística”, todos ellos corresponden a servicios relacionados con el transporte marítimo-aéreo y la movilización de carga. A continuación, se describen las principales características de estas áreas:

### Terminales Portuarios (SAAM Ports desde julio de 2017)

Es la encargada de la administración de terminales portuarios marítimos a través de concesiones y puertos propios. La siguiente tabla muestra los puertos que hoy son administrados por SAAM Ports y sus principales características:

Empresa	Ubicación	Participación SAAM en propiedad	Fin de la Concesión (opción de prórroga)
Iquique Terminal Internacional	Iquique, Tarapacá, Chile	100%	2030
Antofagasta Terminal Internacional	Antofagasta, Antofagasta, Chile	35%	2033
San Antonio Terminal Internacional	San Antonio, Valparaíso, Chile	50%	2024 (+5 años)
San Vicente Terminal Internacional	San Vicente, Biobío, Chile	50%	2029
Portuaria Corral	Corral, Valdivia, Chile	50%	Indefinido (puerto propio)
Florida Terminal Internacional	Ft. Lauderdale, Florida, EE.UU.	70%	2025 (+5 años + 5 años)
Terminal Portuario de Guayaquil	Guayaquil, Ecuador	100%	2071
Terminal Marítima Mazatlán	Mazatlán, Sinaloa, México	100%	2032 (+12 años)
Puerto Buenavista	Cartagena de Indias, Colombia	33%	Indefinido (puerto privado)
Puerto Caldera	Caldera, Costa Rica	51%	2026

El siguiente gráfico muestra la evolución de las toneladas movilizadas de los últimos cinco años:



De los puertos chilenos presentados en el listado anterior, SAAM Ports consolida solamente a la empresa ITI (puerto de Iquique), mientras que el resto corresponde a negocios conjuntos. En el extranjero, consolida todos los terminales que opera (en Guayaquil, Florida y Mazatlán y Costa Rica). Las toneladas movilizadas disminuyeron en 2018 un 0,76% en comparación con el año 2017.

SAAM Ports alcanza un 100% de propiedad en ITI, empresa que desde 2000 administra el terminal número 2 del Puerto de Iquique, siendo el terminal de servicios de la zona franca de Iquique, del comercio exterior boliviano y de la minería de la región.

Florida Terminal Internacional opera desde 2005 en el terminal de servicios a contenedores de Port Everglades, Fort Lauderdale, Florida, Estados Unidos (estiba, desestiba, depósito, consolidación y desconsolidación). Esta concesión tiene duración hasta 2025 y existen dos posibilidades de extensión de cinco años cada una.

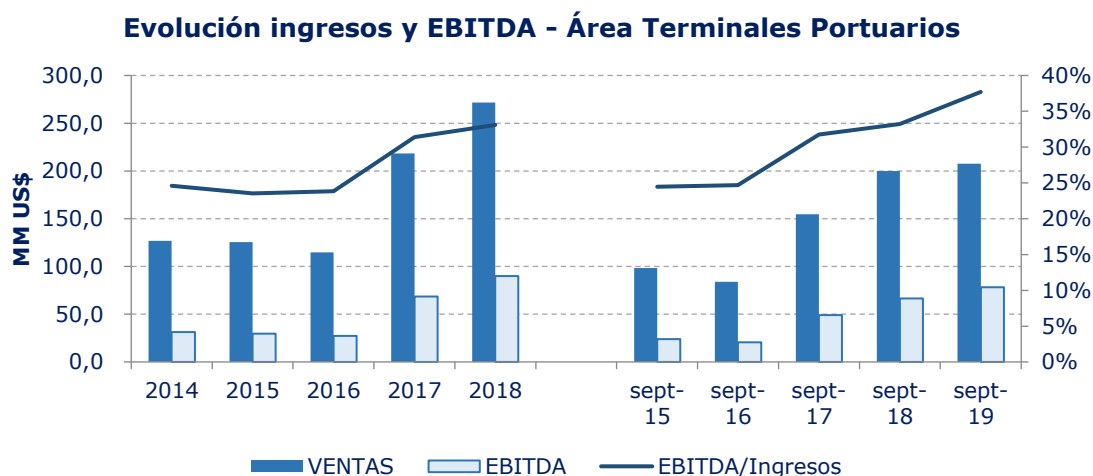
El Terminal Portuario de Guayaquil se especializa en el manejo de contenedores, estiba y desestiba, y almacenamiento de contenedores y carga en general, entre ellas plátanos, camarones, cacao. Es privado y su concesión se inició en julio de 2006.

Desde noviembre de 2012, SAAM Ports opera un terminal portuario con seis muelles, Terminal Marítima Mazatlán, ubicado en la costa oeste de México, en el estado de Sinaloa, región productora de granos y hortalizas que cuenta con redes de carreteras y ferrocarril que le otorgan gran conexión con el resto de México y el suroeste de Estados Unidos. La concesión expira el año 2032 con la posibilidad de extenderla hasta por doce años más, bajo condiciones que se deben acordar con la autoridad portuaria.

El febrero de 2017, SAAM Ports adquirió el 51% del Puerto Caldera, mayor terminal de la costa Pacífico de Costa Rica y el segundo en términos de carga movilizada en ese país.

En febrero de 2019, SAAM Ports vendió el 15% de Terminal Portuario Arica por un monto cercano a los US \$ 12 millones.

El siguiente gráfico muestra la evolución del ingreso y EBITDA consolidado del área de terminales portuarios de **SM-SAAM** (SAAM Ports<sup>4</sup>), destacando que los flujos hasta el año 2016 presentan un aumento a medida que se incorporaron nuevos puertos (aquellos consolidados en la contabilidad) y que éstos han ido madurando. A septiembre de 2019, se aprecia, tanto en su nivel de ingresos como en el EBITDA, un alza respecto del mismo periodo de 2018 (3,7% y 17,8%, respectivamente), producto del crecimiento en los terminales internacionales principalmente y reducción en los costos.



## Remolcadores (SAAM)

SAAM es la mayor empresa de remolcadores de América y de los principales operadores a nivel global, en términos del tamaño de flota. A septiembre de 2019 cuenta con 153 remolcadores y operaciones en más de 60 puertos de América.

Recientemente, la compañía adquirió la propiedad en las operaciones conjuntas con Boskalis en Brasil, México, Panamá y Canadá, adquiriendo el control del 100% de las operaciones en estos países agrupándolas bajo la marca SAAM Towage.

Esta área de **SM-SAAM** presta servicios de atraque y desatraque de naves en los puertos, principalmente a las de mayor tamaño, además de remolcaje, salvataje y servicios *offshore*. Hoy tiene operaciones en la mayoría de los países con costa a lo largo de América como México, Guatemala, Costa Rica, Ecuador, Brasil, Uruguay, Argentina (servicio de catamaranes), Chile, Panamá y Canadá.

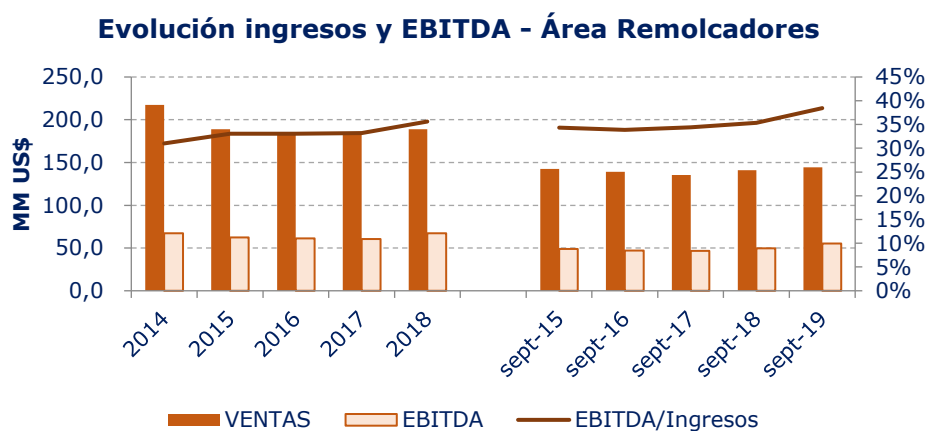
<sup>4</sup> En esta compañía el segmento portuario exhibe un indicador EBITDA/Ingresos en torno a un 37% a septiembre de 2019.

Las regulaciones para este sector varían de un país a otro. En algunos puertos, los servicios son concesionados y en otros la actividad es más libre, habiendo además normas técnicas que regulan su desempeño. Por otra parte, la tecnología utilizada en este tipo de faenas varía en función del tipo de naves remolcadas, siendo un factor importante el tamaño de éstas.

Este segmento también realiza servicios de salvataje y servicios marítimos (fletes fluviales y obras civiles en los principales ríos).

Otro servicio de remolcadores es el *off-shore* (lejos de la costa) utilizados como apoyo al servicio de extracción de la industrial de petróleo y gas natural. En la actualidad, SAAM atiende a clientes de este tipo en Brasil, México y Chile.

A continuación, se muestra la evolución de los ingresos y EBITDA<sup>5</sup> provenientes de este segmento:



## Logística (SAAM Logistics S.A. desde julio de 2017)

Esta área de negocios de **SM-SAAM** incluye, tanto a importadores como exportadores, servicios de almacenaje<sup>6</sup>, transporte y aeroportuarios concentrados en su mayoría en Chile y, un porcentaje menor en Colombia, Ecuador y Uruguay. Con los años, se ha ido diversificando para incluir el transporte terrestre y aéreo.

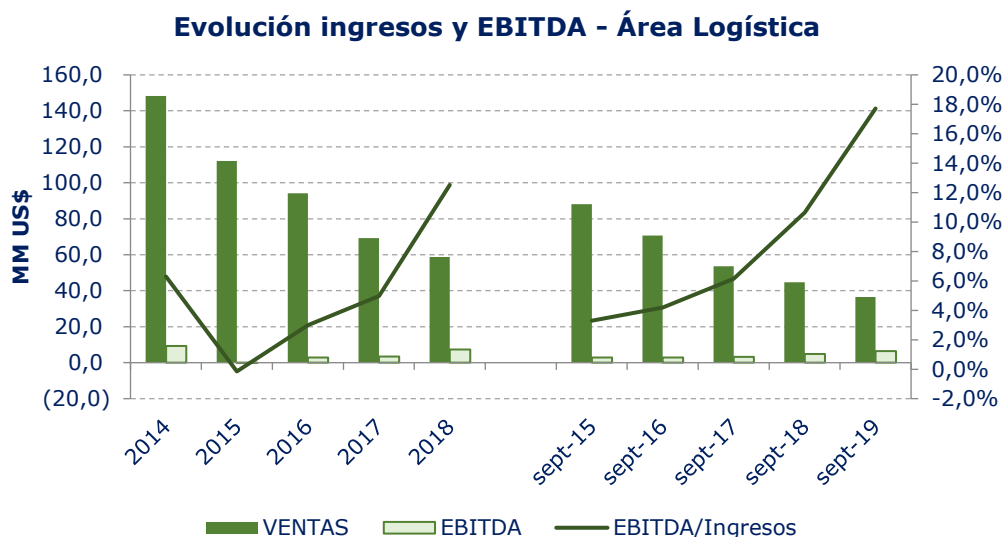
Dentro de los servicios de logística y transporte, cabe mencionar que SAAM Logistics tiene participación en una serie de coligadas: Servicios Aeroportuarios Aerosán S.A. (50% de la propiedad, negocio conjunto con American Airlines dedicado a la entrega de servicios en el Aeropuerto Internacional de Santiago, Quito y

<sup>5</sup> En esta compañía el segmento remolcadores exhibe un indicador EBITDA/Ingresos en torno a un 38% a septiembre de 2019.

<sup>6</sup> Incluye "Contract Logistics" el cual integra todos los servicios a exportadores e importadores, desde la entrega de asistencia al momento de su recepción hasta la entrega a su destinatario, ya sea desde el puerto a su destino, o del origen al puerto. Algunos de estos servicios son "servicio de frigorífico", "consolidado y desconsolidado de la carga", "transporte", "almacenaje", "almacén extraportuario", etc.



principales de Colombia) y Servicios Portuarios Reloncaví Ltda. (50% de la propiedad, servicios relacionados a la carga a granel). La evolución de las ventas y EBITDA del sector se muestra en el siguiente gráfico:



Es importante mencionar que existen algunas empresas filiales en el sector de logística que fueron cerradas como parte de la nueva estrategia de negocio. Al margen del proceso de reestructuración del área logística, los resultados a septiembre de 2019 muestran una disminución en los ingresos de la compañía con respecto al mismo periodo del año 2018, debido al menor volumen de servicios de almacenaje y transporte de la industria *retail* y salmonera; sin embargo, bajo la nueva estrategia de negocio, este rubro no representará una porción relevante de los ingresos de la compañía, con todo, a septiembre de 2019 ha mostrado un aumento en el EBITDA, alcanzando US\$ 6,5 millones (US\$4,8 a septiembre de 2018) debido principalmente a las eficiencias en costos y gastos.

## Análisis Financiero de SM-SAAM

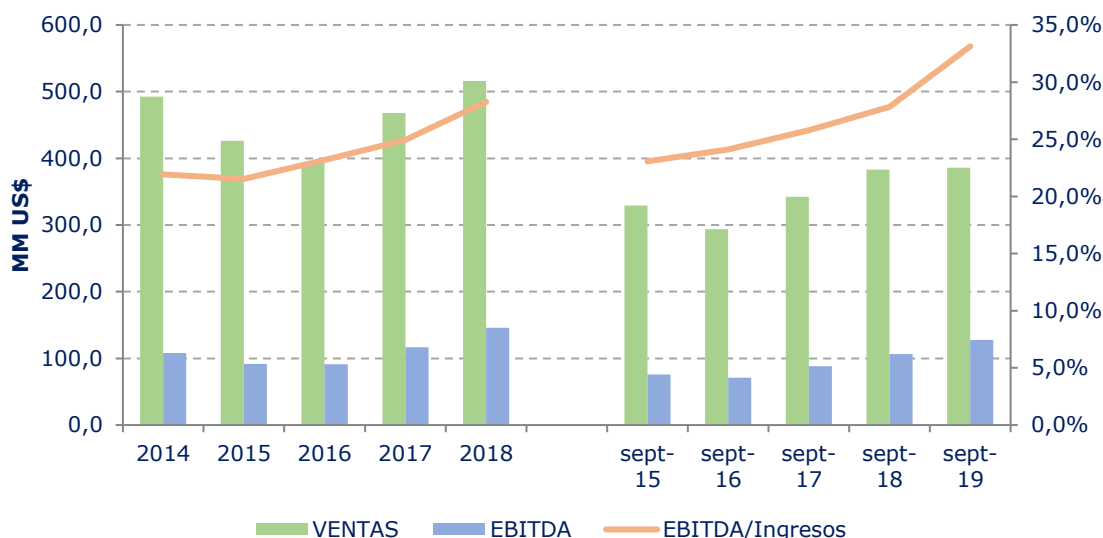
A continuación, se muestra un análisis de la situación financiera de la compañía a través del tiempo.

### Evolución de los ingresos, EBITDA y márgenes

A partir del año 2014, los menores niveles de actividad repercutieron en el comercio mundial, que se tradujo en bajas en los de ingresos de la compañía para los ejercicios de 2015 y 2016. A diciembre de 2017 se observa un alza producto de la incorporación de Puerto Caldera y el crecimiento del puerto Guayaquil. Finalmente, a septiembre de 2019 los ingresos continúan en alza, situándose a en el nivel más alto de los últimos seis años. La mejora en resultados se debe principalmente debido a que, a partir de 2018, la compañía implementó un plan de reducción de costos, centralizando procesos y áreas de apoyo, lo que mejoró la rentabilidad y posición competitiva de la compañía.

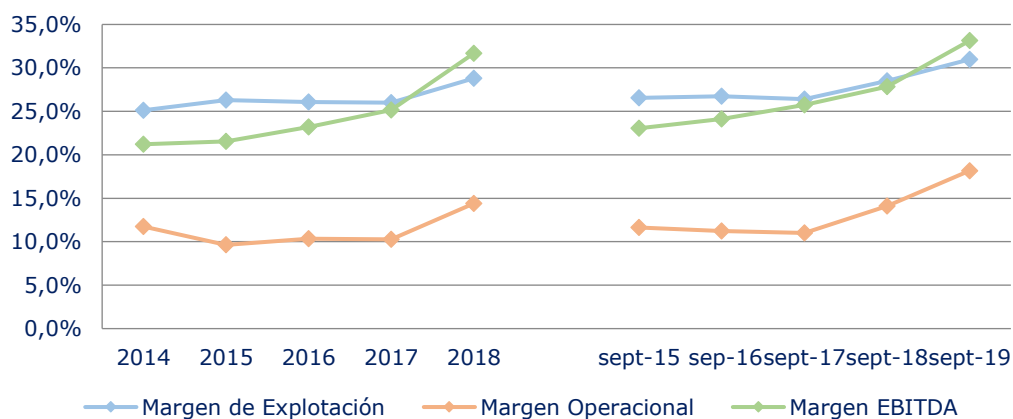
Una de las características que ha mostrado la generación de flujos de la empresa, al medirla como la tasa de EBITDA a ingresos, es su tendencia al alza. En efecto, entre 2014 y 2016, este indicador fluctuó en torno al 23%-25%, para aumentar el año 2017 y llegar a 31,7%, durante 2018. El indicador ha tendido a aumentar en el último año, debido en gran parte a una mayor eficiencia operativa de los remolcadores y al crecimiento del segmento de terminales portuarios; así a septiembre 2019, a nivel consolidado, la relación EBITDA/Ingresos fue de 33,1%, mientras que para el mismo periodo del año anterior era de 27,8%.

### Evolución Ingresos y EBITDA

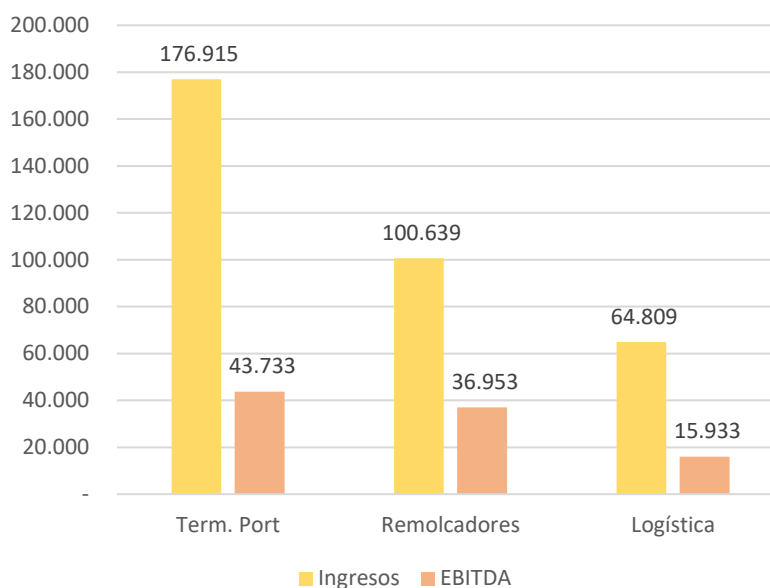


Por otra parte, comparado interanualmente, se observa estabilidad en el margen de explotación y en el margen operacional, ambos medidos sobre el total de ingresos consolidados de la compañía, pero con cierta tendencia al alza desde una perspectiva de mediano plazo.

### Evolución de los márgenes



Un elemento que resulta importante dentro del análisis de ingresos de la compañía es la existencia de varias coligadas (participación entre 15% y 50% en su propiedad) dentro de las tres áreas de negocios que desarrolla y que implican la recepción de dividendos. En el siguiente gráfico, figuran los ingresos y EBITDA totales de las coligadas de **SM-SAAM**,<sup>7</sup>:



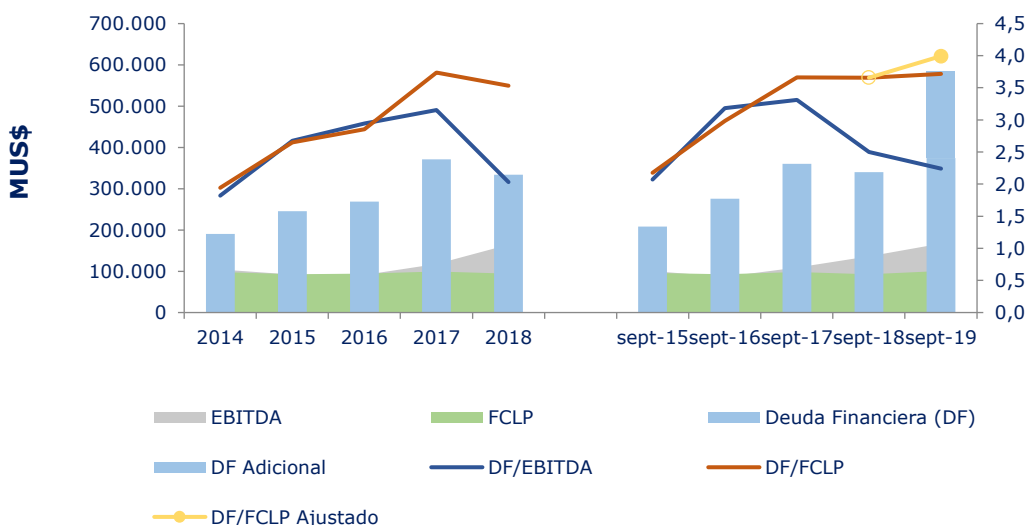
## Evolución del endeudamiento y la liquidez

Los niveles de endeudamiento de **SM-SAAM** han subido paulatinamente desde el año 2016 pasando de niveles bajos a relativamente altos, actualmente la deuda financiera creció cercano a un 10% con respecto al mismo periodo del año anterior, esto debido a las nuevas inversiones que se llevaron a cabo (adquisición de la participación de Boskalis en Brasil, Panamá, México y Canadá). A septiembre de 2019, el índice DF sobre FCLP alcanzó las 3,72 veces, levemente superior a lo exhibido en el mismo periodo de 2018 donde estaba en torno a las 3,66 veces. Sin embargo, si se realiza un ajuste a este indicador, por una parte, considerando la deuda adquirida por la compra de la participación Boskalis, más aquella que se debe consolidar y, por otro, incorporando los flujos que aportaría esta inversión, el indicador aumenta a 3,99 veces. La rentabilidad de largo plazo mostró un aumento la cual creemos que se mantendrá a futuro.

Por otro lado, el indicador DF sobre EBITDA a septiembre de 2019 alcanzó un valor de 2,2 veces, por debajo de lo exhibido en septiembre de 2018 donde exhibía un valor de 2,5 veces, esto producto de un aumento en el EBITDA en mayor proporción que el aumento en deuda financiera producto de los mejores resultados en el negocio de puertos y remolcadores. Asimismo, se realizó el ajuste considerando la nueva deuda y nuevos flujos entrantes a la compañía, por lo que el indicador aumentó a 2,9 veces.

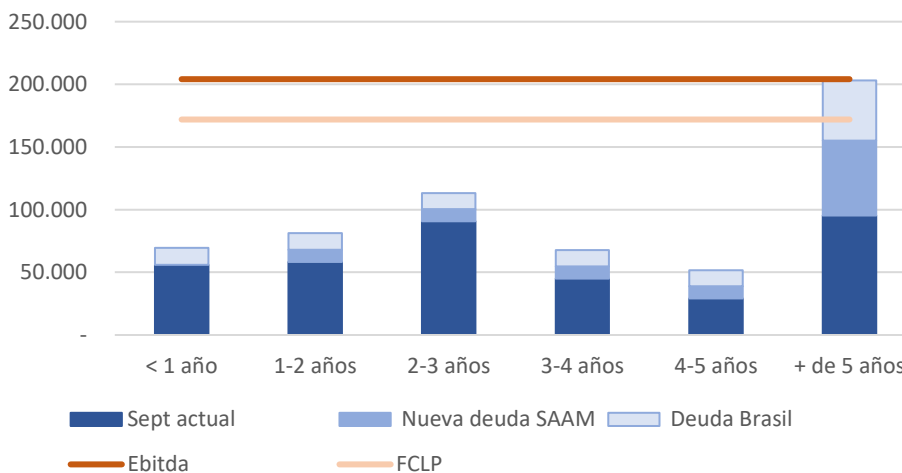
<sup>7</sup> Entendiendo que la compañía podría recibir entre el 30% y 100% de las utilidades de sus coligadas, dependiendo de su política de dividendos.

### Evolución del Endeudamiento



Considerando las recientes inversiones que comienzan a consolidar en noviembre de 2019, los compromisos financieros de **SM-SAAM** alcanzan US\$ 586 millones destacando que, de acuerdo con la estructura de esta deuda, la generación de FCLP sería suficiente para cubrir los pagos anuales del emisor.

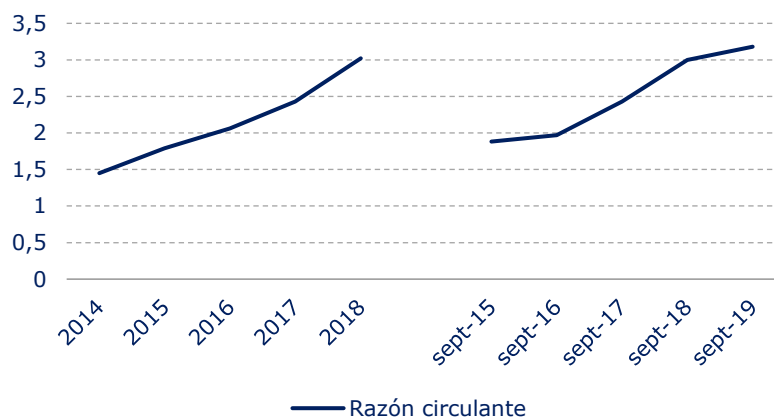
### Perfil de Vencimiento



En cuanto a la liquidez de la compañía, medida como razón circulante<sup>8</sup>, podemos ver que **SM-SAAM** ha mantenido valores de liquidez elevados en los últimos periodos, llegando a 3,02 veces a diciembre de 2018 y a 3,18 veces a septiembre de 2019. Esto es posible verlo en el gráfico a continuación:

<sup>8</sup> Razón circulante = activos corrientes/pasivos corrientes.

### Evolución de la liquidez

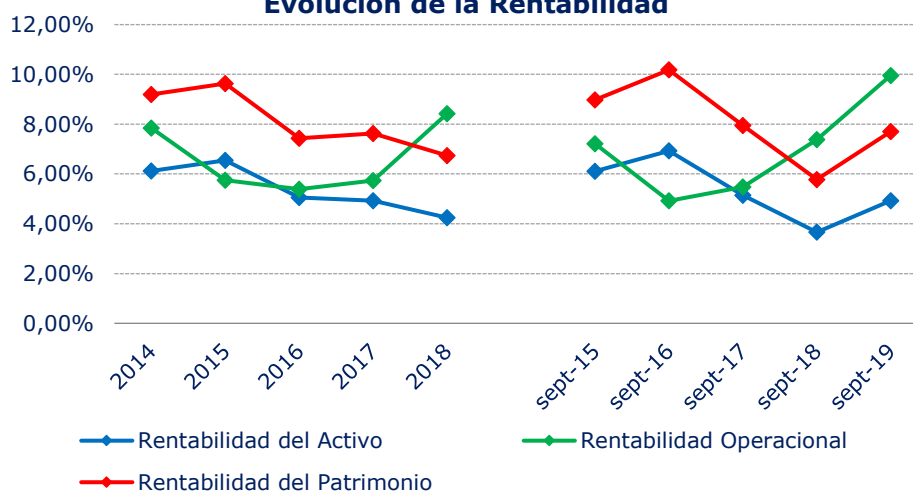


### Evolución de la rentabilidad

En el período IFRS 2014-2015, se puede apreciar una estabilidad en las rentabilidades; sin embargo, entre diciembre 2016 y 2018 se observa una caída, tanto en la rentabilidad del activo como del patrimonio.

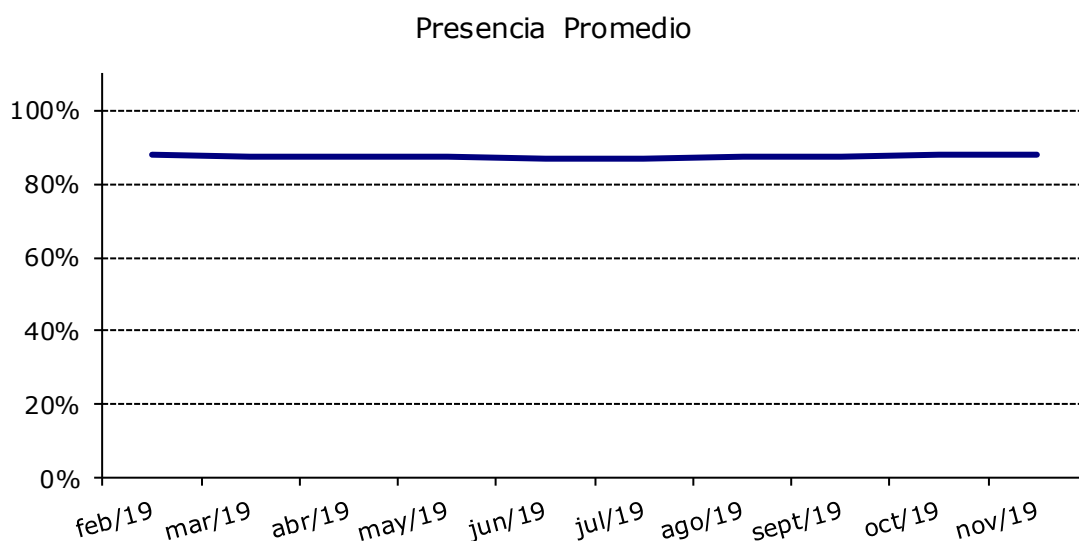
A septiembre de 2019 la rentabilidad del activo, del patrimonio y operacional exhiben valores de 4,93%, 7,70% y 9,96%, respectivamente, superiores a lo exhibido en septiembre de 2018 (3,66%, 5,78% y 7,38%, respectivamente).

### Evolución de la Rentabilidad



## Indicadores de los títulos accionarios

A continuación, se presenta el comportamiento de las acciones de la compañía a noviembre de 2019, en términos de presencia promedio la cual a esa fecha alcanza un 88,1%.



## Líneas y series de bonos inscritas y vigentes

Línea de bonos		
Inscripción	793	794
Fecha de inscripción	27/11/2014	27/11/2014
Plazo de la línea	10 años	30 años
Monto máximo	UF 4.000.000	UF 4.000.000
Emisiones		
Serie	B	C
Estado	Colocada	Colocada
Monto inscrito	UF 2.800.000	UF 2.800.000
Fecha de inscripción	07/12/2016	07/12/2016
Tasa de carátula	2,60%	2,80%
Vencimiento	5 años	10 años

<b>Covenants financieros</b>		
	<b>Límite</b>	<b>Septiembre 2019</b>
Endeudamiento financiero neto consolidado	No superior a 1,2 veces	0,08 veces
Cobertura gastos financieros netos	No inferior a 2,75 veces	14,44 veces

*"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Comisión para el Mercado Financiero y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma".*