



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual y Cambio de Clasificación

Analistas
Carlos García B.
Luis Felipe Illanes Z.
Tel. (56) 22433 5200
carlos.garcia@humphreys.cl
luisfelipe.illanes@humphreys.cl

Sociedad Matriz SAAM S.A.

Febrero 2016

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categorías de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Acciones	Primera Clase Nivel 2 ¹
Tendencia	Estable
Líneas de bonos	AA-
Tendencia	Estable
EEFF base	30 septiembre 2015

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Línea de bonos	Nº 793 de 27.11.14
Línea de bonos	Nº 794 de 27.11.14

Estado de Resultados Consolidado, cuentas seleccionadas IFRS				
M US\$	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Sep-15
Ingresos de actividades ordinarias	448.047	478.942	492.305	329.031
Costo de ventas	-338.112	-367.201	-368.622	-241.622
Gastos de administración	-57.708	-62.158	-65.883	-49.113
Resultado operacional ²	59.177	66.199	57.800	38.296
Participación en ganancias de asociadas	22.234	27.206	28.938	25.410
Costos financieros	-9.457	-11.899	-11.000	-7.585
Ganancia (Pérdida)	62.390	76.392	70.203	45.677
EBITDA	89.156	94.300	107.963	75.888

Balance General Consolidado IFRS				
M US\$	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Sep-15
Activos Corrientes	177.859	201.581	203.424	211.031
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	36.165	49.005	44.915	66.008
Activos No Corrientes	836.723	869.131	1.018.804	994.974
Total Activos	1.014.582	1.070.712	1.222.228	1.206.005
Pasivos Corrientes	125.601	129.184	140.054	112.035
Pasivos No Corrientes	223.007	247.155	249.873	272.279
Pasivos Totales	348.608	376.339	389.927	384.314
Patrimonio total	665.974	694.373	832.301	821.691
Patrimonio y Pasivos, Total	1.014.582	1.070.712	1.222.228	1.206.005
Deuda Financiera	166.115	191.157	190.160	208.385

¹ Clasificación anterior: Primera Clase Nivel 1.

² 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 pérdidas.

Opinión

Fundamento de la clasificación

Sociedad Matriz SAAM S.A. (SM-SAAM) es la controladora de SAAM, compañía dedicada a la prestación de servicios relacionados al transporte marítimo, tanto a las naves como a la carga, a lo largo de toda América, siendo sus líneas de negocio la administración de terminales portuarios, los servicios de remolcadores, y las actividades de logística y relacionados.

SM-SAAM fue constituida como empresa el 15 de febrero de 2012 a consecuencia de la división de Compañía Sud Americana de Vapores S.A. (CSAV). El controlador de **SM-SAAM**, es la empresa Quiñenco S.A., a través de distintas sociedades intermedias. A la fecha, el principal activo de **SM-SAAM** es el 99,99% de las acciones de SAAM, por lo tanto sus riesgos y fortalezas están estrechamente ligados a esta filial; además, la empresa evaluada, en forma directa, no mantiene deuda financiera.

SM-SAAM, de manera consolidada y considerando el período de un año a diciembre de 2014, alcanzó ingresos por US\$ 492,3 millones, una ganancia de US\$ 70,2 millones y un EBITDA de US\$ 107,9 millones, este último indicador aportado por las áreas de administración de terminales portuarios, servicio de remolcadores y logística en un 28,9%, 62,4% y 8,7%, respectivamente. Su deuda financiera al 31 de diciembre de 2014 era de US\$ 190,2 millones, para un patrimonio de US\$ 832,3 millones a la misma fecha. En el tercer trimestre del 2015, la compañía alcanzó ingresos consolidados por US\$ 329,0 millones, lo cual significa una disminución de 11% con respecto al mismo periodo del año anterior. La ganancia fue de US\$ 45,7 millones (US\$ 42,3 millones mismo periodo año anterior) y el EBITDA alcanzó los US\$ 75,9 millones. La deuda financiera para el periodo alcanzó los US\$ 208,4 millones, para un patrimonio de US\$ 821,7 millones.

La modificación de la categoría de riesgo asignada a los títulos accionarios, desde "Primera Clase Nivel 1" a "Primera Clase Nivel 2" responde, exclusivamente, a la menor liquidez exhibida por estos instrumentos, dada la disminución que se observa en su presencia bursátil.

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 elevada estabilidad 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 y en particular una muy alta estabilidad en su margen EBITDA. También se reconoce que, al menos durante los últimos siete años, la compañía ha presentado un bajo nivel de deuda financiera en relación con su EBITDA, siendo incluso capaz de enfrentar un endeudamiento relativo mayor, a la luz de la estabilidad exhibida por sus operaciones. Otra fortaleza considerada en el proceso de clasificación es la importante experiencia adquirida por el grupo, lo que es reflejo de sus más de 50 años de operaciones, de su conocimiento del sistema chileno de concesiones portuarias y de la diversificación de sus ingresos y flujos por segmentos y por países, todo lo cual le permite competir frente a otros operadores de servicios marítimos, a la vez de continuar expandiéndose a lo largo de América, en particular en Brasil donde se han eliminado recientemente las trabas para entrar al negocio portuario.

Relacionado con lo anterior, se reconoce particularmente la estabilidad del negocio de administración de terminales portuarios, en los que presenta una posición destacada a nivel de América del Sur, constituyendo una importante fortaleza para la empresa, en términos de generación de flujos de caja. Complementariamente se reconoce el liderazgo de la compañía en el servicio de remolcadores en América, donde se encuentra dentro de los líderes del mercado, siendo además la cuarta empresa a nivel mundial en términos de tamaño.

Asimismo, la clasificación reconoce 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 un potencial de crecimiento de sus negocios, en especial en los países de América en que actualmente no opera o lo hace con sólo algunas de sus tres líneas de negocios.

Por el contrario, dentro de los elementos que restringen la clasificación asignada a **SM-SAAM** se encuentra el que la compañía se desempeñe en un rubro que se ve expuesto a las fluctuaciones del comercio y de la economía mundial, lo que puede afectar el volumen de negocios y la generación de caja de la empresa, aunque se reconoce que en años recientes las fluctuaciones de SAAM no han perjudicado a la estabilidad de los flujos (dado la magnitud de la crisis mundial). 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 adicional que afecta la competitividad de los negocios de SAAM 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, obligando a la empresa a realizar inversiones importantes para permanecer competitiva.

También se considera como factor que afecta la generación de caja de la empresa el término de las concesiones de los terminales portuarios, en particular de aquellos que son consolidados por SAAM, por cuanto corresponden a concesiones de plazo fijo, que aunque algunas tengan posibilidad de extensión, caducarán; la misma situación ocurre con los remolcadores en los países en que 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 o están en proceso de extensión.

También se ha considerado como riesgo la variedad de 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, y que 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).

Finalmente, cabe señalar, que la categoría de riesgo otorgada ha sido considerando el actual nivel de deuda **SM-SAAM**. Actualmente la compañía posee una línea de bonos ya inscrita por UF 4 millones; por lo tanto, en la medida que se vaya utilizando dicha línea, la clasificación deberá ser revisada, considerando tanto el monto de la nueva deuda como el uso de la misma.

A futuro, la clasificación de solvencia de **SM-SAAM** podría aumentar en la medida que se incremente la escala de los negocios de SAAM, traduciéndose lo anterior en una disminución del 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 se mantenga en niveles compatibles con su actual categoría de riesgo.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Elevada estabilidad en la generación de EBITDA.

Fortalezas complementarias

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

Fortalezas de apoyo

- Dilatada experiencia de la compañía.
- Potencialidad del crecimiento.

Riesgos considerados

- Dependencia transporte marítimo y comercial (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 2014

En 2014, los ingresos de SAAM llegaron a US\$ 492,3 millones, lo que significó un aumento de 2,8% en relación a 2013. Por áreas de negocio, las ventas de terminales portuarios, remolcadores y logística fueron de US\$ 126,9 millones, US\$ 217,2 millones y US\$ 148,2 millones, respectivamente, con variaciones de 17,7%, 6,6% y -11,4%, en el mismo orden.

Los costos de venta experimentaron un incremento de 1,4% (aumento menor que el de los ingresos), llegando a US\$ 368,6 millones. De este modo, el margen bruto alcanzó a US\$ 123,7 millones, con un crecimiento de 7,2% y pasando del 24,1% al 25,1% de las ventas totales.

Por su parte, los gastos de administración fueron de US\$ 65,9 millones, creciendo de ese modo en 0,1%. Con ello, el resultado operacional se elevó en 16,6%, hasta US\$ 57,8 millones, con lo que, como proporción de las ventas, alcanzó a 10,4%, contra 11,7% un año atrás.

La participación en ganancias de asociadas de 2014 llegó a US\$ 28,9 millones, con un aumento de 6,37%. La ganancia del ejercicio disminuye debido a que no se recibieron otros ingresos extraordinarios a la operación (asociados a la venta de Cargo Park, en el año 2013), mientras que el EBITDA se expandió hasta US\$ 107,9 millones. En este último indicador, el EBITDA para los segmentos de terminales portuarios, remolcadores y logística alcanzó a US\$ 31,2 millones (aumento de 19,7%), US\$ 67,4 millones (aumento de 16,0%) y US\$ 9,3 millones (disminución de 7,9%), respectivamente.

Resultados a septiembre 2015

A septiembre 2015, los ingresos de SAAM llegaron a US\$ 329,0 millones, lo que significó una disminución de 11,4% en relación a septiembre 2014. Por áreas de negocios, las ventas de terminales portuarios, remolcadores y logística fueron de US\$ 98,5 millones, US\$ 142,4 millones y US\$ 88,2 millones, respectivamente, con variaciones de 6,5%, -12,9% y -23,6%, en el mismo orden.

Los costos de venta experimentaron una disminución de 12,9% , llegando a US\$ 241,6 millones. De este modo, el margen bruto alcanzó a US\$ 87,4 millones, con una variación de -7,1%.

Por su parte, los gastos de administración fueron de US\$ 49,1 millones, disminuyendo de ese modo en 4,0% y las otras ganancias fueron positivas por US\$ 3,2 millones, contra los US\$ -174.000 del mismo periodo año anterior. Con ello, el resultado operacional disminuyó en 10,8%, hasta US\$ 38,3 millones, con lo que, como proporción de las ventas, alcanzó a 11,6%, mismo porcentaje que un año atrás.

En el área de terminales, SAAM obtuvo incrementos en Guayaquil, San Vicente e Iquique, por el mayor volumen de carga movilizada y de naves atendidas. En el segmento de remolcadores, la mayor actividad y mejores resultados se debieron principalmente al incremento en el número de operaciones en Centroamérica, Ecuador y al ingreso al mercado de Canadá y de Panamá (debido a la operación conjunta con la empresa holandesa Bolskalis). Finalmente, el área de logística, estuvo centrada fundamentalmente en la implementación de su nueva propuesta de valor que consiste en la incorporación de servicios que agreguen valor a la carga fusionando e integrando los servicios de frigoríficos, terminales extraportuarios (marítimos y aéreos), terminales de carga y de granel.

Definición Categorías de Riesgo

Categoría AA

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

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

Estabilidad 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 del período 2008-2009. Sin embargo, incluso bajo este escenario, en que el mundo enfrentó una de las peores contracciones económicas del último tiempo, la generación de caja de SAAM, activo esencial de **SM-SAAM**, no se vio afectada en demasía, con una caída del EBITDA de sólo 5,3% en 2009³, recuperada inmediatamente en 2010, lo que implica una alta estabilidad en la generación de caja (entre los años 2006 y 2013 ha tenido un crecimiento anual compuesto de los ingresos de un 10,8% y del EBITDA de un 13,4%) . Conjuntamente, el margen EBITDA sobre ingresos ha exhibido una estabilidad muy alta, oscilando tan sólo entre el 19,7% y 23,1% de las ventas, incluso en 2009 cuando existió una contracción en el nivel de ventas.

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 implicando que son básicamente proyectos de largo plazo. Todo lo anterior se complementa con el *Know How* que posee la compañía en la administración de estos.

Diversificación geográfica y de operaciones: Por una parte, SAAM realiza sus actividades a lo largo de toda América, desde Canadá hasta Chile, participando en mercados de elevado tamaño como el mexicano, el

³ Bajo Norma Contable Chilena.

brasileño, el peruano, el panameño o el canadiense, mientras que por otra parte ofrece servicios de terminales portuarios, remolcadores y logística (que en septiembre de 2015 representaron un 31,7%, 64,4% y 3,8% del "EBITDA consolidado", respectivamente), alcanzando con ello una adecuada diversificación de ingresos y flujos, tanto en términos geográficos como por actividades, lo que le permite en definitiva atenuar eventuales caídas de un determinado país o segmento de negocios en particular.

Experiencia de la entidad y fortaleza financiera y apoyo del controlador: Quiñenco S.A., controlador de **SM-SAAM**, alcanzaba un patrimonio de US\$ 8.662 millones al 30 de septiembre de 2015, siendo uno de los grupos económicos más importantes de Chile. La empresa es un *holding* diversificado que actualmente además invierte en Chile en los rubros de bebidas (CCU), financiero (LQIF), insumos industriales (Invexans y Techpack), combustibles (Shell y Terpel) y transporte marítimo (CSAV), además de otros como *retail* y telecomunicaciones en el pasado, habiendo por tanto demostrado la capacidad de administrar empresas de sectores muy distintos, brindándoles además la asistencia técnica y el apoyo financiero necesarios.

Por su parte SAAM fue creada en 1961, teniendo por tanto una trayectoria de más de 50 años en las actividades relacionadas a los servicios a las naves y a la carga. Su importante trayectoria 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 a 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.

Liderazgo en remolcadores: En la actualidad SAAM opera con un total de 188 remolcadores a lo largo de toda América (ocho en construcción), en 70 puertos dentro de doce países, lo que la convierte en la compañía de mayor tamaño de este mercado en el continente, y la cuarta a nivel mundial, con un nivel de facturación anual del orden de los US\$ 217,2 millones a diciembre de 2014. Con lo anterior, la compañía tiene un importante volumen de operaciones en Chile, Brasil, Perú y México, y en menor medida en Uruguay, Ecuador, Costa Rica, Colombia, Guatemala, Argentina, Honduras, Panamá y Canadá, existiendo por tanto 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 SAAM en la administración de puertos en el exterior y en particular en Chile le faculta para competir en nuevas licitaciones de puertos en el exterior, mientras que su liderazgo en remolcadores le permite apuntar al ingreso de mercados en los que actualmente 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 fundamentalmente del comercio, 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 almacenamiento y reparación de contenedores en el área de logística). Si bien en los últimos años, debido a la disminución de las restricciones, el volumen de actividad comercial ha crecido, aun así se ve afectada por los vaivenes de la economía mundial, como en la crisis de 2009, lo que finalmente puede afectar el nivel de las actividades de SAAM. De todos modos, se reconoce que en la práctica, como lo demuestran sus cifras de EBITDA e ingresos, los servicios prestados por la sociedad son menos propensos a tener una volatilidad marcada, lo que ha quedado demostrado en las crisis del mercado naviero de 2008-2009 y 2011, ayudado entre otros factores por la diversificación geográfica. Por otro lado, el sector portuario cada cierto tiempo enfrenta problemas de paralización de actividades, evento para el cual la empresa dispone de planes de contingencia (y así asegurar el despacho de la carga); no obstante, estas acciones se pueden traducir en una reducción del margen operacional, pero limitadas al período en que suceden los hechos.

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

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 eficientemente a sus clientes. En efecto, la inversión o no 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 la productividad y la gama de barcos que puedan ser atendidas por los servicios de SAAM.

Asimismo, para el período de un año, 2016, SAAM dispone de una cartera de proyectos en las tres áreas de negocios que desarrolla, que para los próximos años está en torno a los US\$ 100 - US\$ 130 millones (consolidado + participación coligadas) debido a las inversiones de las extensiones de concesiones de los puertos. A nivel consolidado el plan de inversiones durante este año es de US\$ 67 millones, lo que implicaría un leve impacto en el endeudamiento financiero (dado que el financiamiento de proyectos provendría principalmente de la generación de caja de la empresa); sin embargo se estima que solo se desarrollarán algunos de estos proyectos. Con todo, se reconoce que parte importante de las inversiones se destinarían, al desarrollo de terminales portuarios, emprendimientos que por sus características son capaces de endeudarse

y hacer frente por sí mismos a estas obligaciones, por lo que finalmente no toda inversión implica mayores compromisos financieros para 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 SAAM tienen plazos fijos de término, y si bien algunas de ellas cuentan con la posibilidad de extensión (en ocho años finaliza la concesión más cercana), en la práctica todas finalmente serán caducadas, 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 están 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 por tanto sus flujos entran a 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 (quince en total), 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 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 desempeña 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, sobre todo en término de los costos, en particular de los salarios (la depreciación de las monedas sudamericanas ha afectado en forma favorable los resultados de la compañía, ingresos son percibidos en US dólar y costos en moneda local). Por el contrario, los ingresos están expresados e indexados mayoritariamente en dólares de Estados Unidos, por lo que podría existir un descalce de monedas, los que en todo caso tienden a ser atenuados con coberturas. También debe mencionarse que, por la complejidad de la malla de sociedades de SAAM, los flujos no necesariamente llegan directamente a la matriz, debiendo muchas veces pasar por sociedades intermedias, a lo que se le suma el hecho que una buena parte de las inversiones se encuentra en sociedades coligadas (no controladas), en las cuales no necesariamente se tiene influencia en las políticas de dividendos (aunque se reconoce que por el momento SAAM podría ejercer una influencia relevante en las políticas de sus coligadas). Adicionalmente hay algunos países en los que opera SAAM que presentan riesgo soberano más bajo que Chile, incluso algunos están en grado de especulación, como por ejemplo Brasil.

Antecedentes Generales

Historia de SAAM y SM-SAAM

Sudamericana, Agencias Aéreas y Marítimas S.A. (SAAM) fue creada el 15 de noviembre de 1961 como filial de CSAV, para ofrecer servicios portuarios y de logística terrestre en diversos puertos de Chile, operando actualmente en los puertos de Iquique, San Antonio, San Vicente, Corral, Antofagasta y Arica. Hoy en día la entidad es controlada por el grupo Quiñenco.

En 1992, SAAM comenzó su expansión al exterior de Chile, operando actualmente en Perú, Colombia, Uruguay, Ecuador, México, Colombia, Brasil y el estado de Florida en EEUU.

Matriz SAAM S.A. nace en 2012 como el resultado de la división Compañía Sud Americana de Vapores (CSAV); adquiriendo el 99,99% de las acciones de SAAM, en ese entonces filial de CSAV. Dado que los activos del emisor están fundamentalmente conformados por dichas acciones, en los hechos, matriz y filial pueden ser consideradas como una unidad económica.

Propiedad y administración

Accionistas

A continuación se presentan los accionistas de **SM-SAAM** a diciembre de 2015, cabiendo destacar que el grupo Luksic, a través de Quiñenco S.A. y filiales de ésta, es el controlador de la compañía:

Sociedad	% de la propiedad
Inversiones Río Bravo S.A.	33,25%
Marítima de Inversiones S.A.	7,35%
Quiñenco S.A.	7,33%
BTG Pactual Chile S.A. C de B	5,14%
Banco de Chile por cuenta de terceros no residentes	3,95%
Philtrá Limitada	3,63%
Banco Itaú por cuenta de inversionistas	2,44%
BTG Pactual Small Cap Chile Fondo de Inversión	2,43%
Moneda S.A. AFI	2,27%
Compass Small Cap Chile Fondo de Inversión	2,26%
Siglo XXI Fondo de Inversión	1,96%
Otros	27,99%
Total	100,00%

Directorio y ejecutivos

El directorio de la compañía está formado por once miembros y se identifican a continuación:

Cargo	Nombre
Presidente	Felipe Joannon V.
Vice-presidente	Jean Paul Luksic F.
Director	Arturo Claro F.
Director	Mario Da-Bove A.
Director	Ricardo Waidele C.
Director	Hernán Büchi B.
Director	Christopher Schiess S.
Director	José Francisco Pérez M.
Director	Francisco Gutiérrez P.
Director	Juan Antonio Álvarez A.
Director	Oscar Hasbún M.

La administración de la compañía está conformada por los siguientes ejecutivos:

Cargo	Nombre
Gerente General	Javier Bitar H.
Gerente de Finanzas	Roberto Larraín S.
Gerente de Recursos Humanos	Gastón Moya R.
Gerente Legal	Karen Paz B.
Gerente de Comunicaciones	Claudio Vera A.
Gerente Contralor	Juan Antonio Núñez P.
Gerente Desarrollo	Macario Valdes R.

Áreas de Negocio de la Compañía

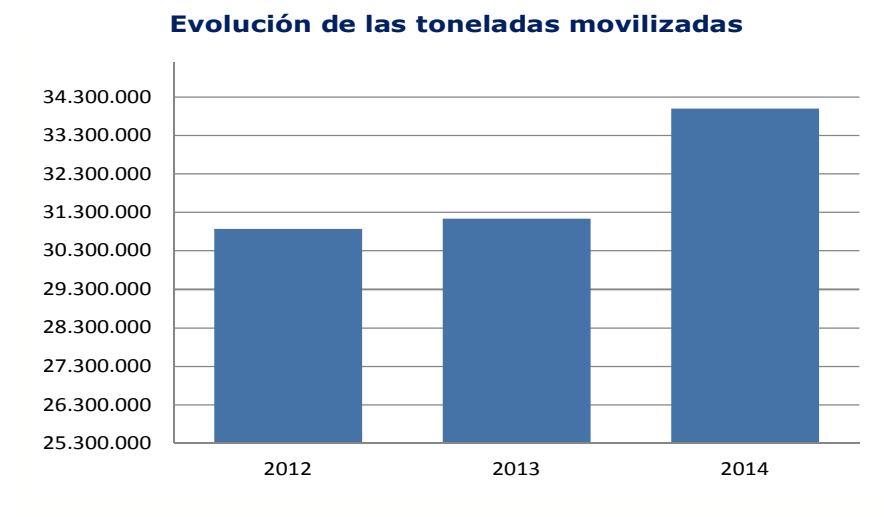
Las tres áreas en que SAAM divide sus negocios son “terminales portuarios”, “remolcadores” y “logísticas y otros”, todos ellos correspondiendo a servicios relacionados con el transporte marítimo-aéreo y con la movilización de carga. A continuación se describen las principales características de estas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

Terminales Portuarios

Esta área es la encargada de la administración de terminales portuarios marítimos, tanto mediante concesiones como en puertos propios. La siguiente tabla muestra los puertos actualmente bajo administración de SAAM y sus principales características:

Empresa	Ubicación	Participación SAAM en propiedad	Fin de la Concesión (opción de prórroga)
Terminal Portuario Arica	Arica, Arica-Parinacota, Chile	15%	2034
Iquique Terminal Internacional	Iquique, Tarapacá, Chile	85%	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 (10 años)
Terminal Portuario de Guayaquil	Guayaquil, Ecuador	100%	2046
Puerto de Mazatlán	Mazatlán, Sinaloa, México	100%	2032 (12 años)
Puerto Buenavista	Cartagena de Indias, Colombia	33%	Indefinido (puerto privado)
Puerto TISUR	Matarani, Arequipa, Perú	35%	2029

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



De los puertos chilenos presentados en el listado anterior, SAAM 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 (Guayaquil, Florida y Mazatlán). Por otra parte, las toneladas movilizadas se vieron aumentadas en un 9,2% en comparación al año 2013 debido a la incorporación del puerto TISUR a finales de 2015.

SAAM alcanza un 85% de propiedad en ITI, empresa que desde 2000 administra el terminal número 2 del puerto de Iquique, siendo los productos mineros y pesqueros las principales cargas transportadas. Actualmente se encuentra en etapa de inversiones para extenderla concesión por otros diez años.

Florida Terminal Internacional opera desde 2005 en el terminal de servicios a contenedores (estiba, desestiba, depósito, consolidación y desconsolidación) de Port Everglades, Fort Lauderdale, Florida, Estados Unidos, cuya concesión tiene duración hasta 2015 y tiene dos posibilidades de extensión de cinco años cada una.

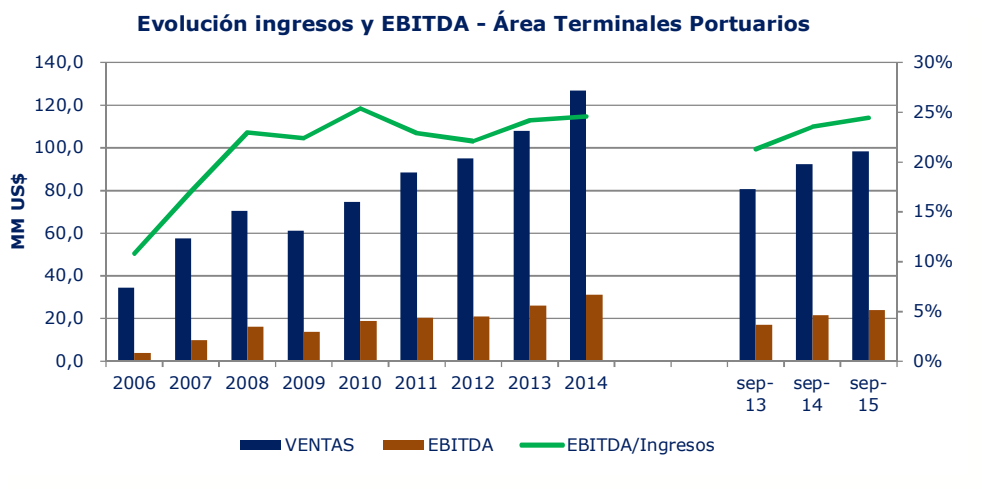
El Terminal Portuario de Guayaquil se especializa en el manejo de contenedores, estiba y desestiba, y almacenamiento de contenedores y carga en general, entre ella plátanos, camarones, cacao, madera, harina de pescado y metales. Es privado y su concesión se inició en julio de 2006.

Desde noviembre de 2012, SAAM 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 13 años más, bajo condiciones que se deben acordar con la autoridad portuaria.

Desde noviembre de 2015, SAAM entra en la propiedad del puerto peruano TISUR (Terminal Internacional del Sur), ubicado en la costa de Arequipa en el sur de Perú, por medio de una disminución de participación en la empresa TRAMARSA (filial peruana en conjunto con el grupo Romero) de la que redujo su participación de 49% a un 35% a cambio de tener participación en el puerto TISUR que pertenecía en su totalidad al grupo Romero y que ahora pertenece en un 35% a SAAM a través de TRAMARSA.

El siguiente gráfico muestra la evolución del ingreso y EBITDA consolidado del área de terminales portuarios de SAAM⁴, destacando que los flujos han tenido un aumento en la medida que se incorporaron nuevos puertos (aquellos consolidados en la contabilidad) y en la medida que éstos han ido madurando.

⁴ En esta compañía el segmento portuario exhibe un indicador EBITDA/Ingresos en torno a un 24%, similar a lo registrado por SAAM en diciembre 2013.



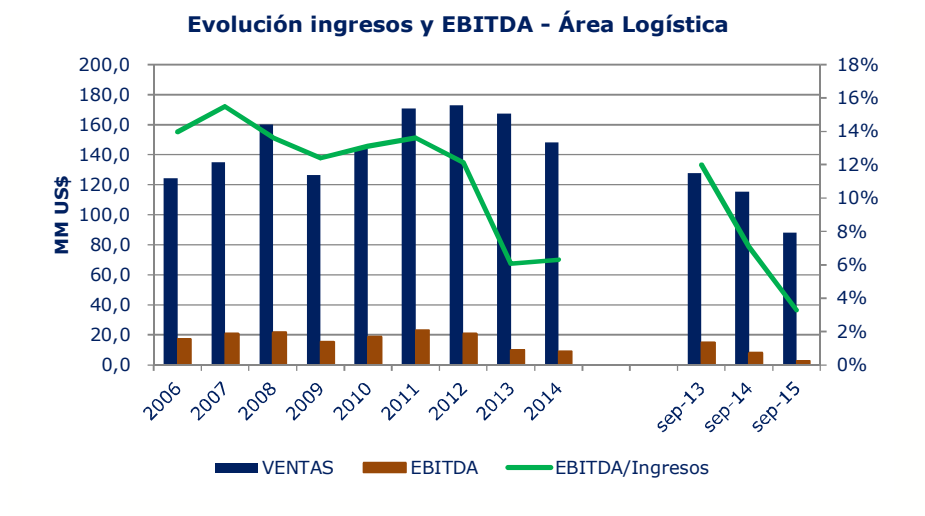
Logística

Esta área de negocios de SAAM incluye servicios tanto a las naves como a la carga, concentrados principalmente en Chile y, un porcentaje menor, en Perú, Colombia, Ecuador y Uruguay. Con los años, se ha ido diversificando para incluir también servicios relacionados al transporte terrestre y aéreo. Dentro de los servicios a las naves se encuentran el “agenciamiento marítimo”, “depósito y maestranza” y “operaciones portuarias”. Adicionalmente cuenta con otro grupo de servicios “*contract logistics*”, donde a importadores y exportadores se entregan distintos tipos de servicios, entre ellos, “servicio de frigorífico”, “consolidado y desconsolidado de carga”, “transporte” y “almacenaje”.

Para las naves, implica la prestación de servicios de “agenciamiento marítimo” (representación ante autoridades locales, trámite de permisos de carga, papeleo, rastreo de contenedores, pilotaje, etc.), “operaciones portuarias” (estiba y desestiba de la carga en la embarcación y en los puertos) y “depósito y maestranza” (almacenamiento, mantenimiento y reparación de contenedores, tanto para naves de línea como esporádicas)

En “*Contract Logistics*” se integran todos los servicios a exportadores e importadores, se incluyen la entrega de asistencia desde su recepción hasta la entrega a su destinatario, ya sea desde el puerto a su destino, o del origen al puerto, lo que incluye “servicio de frigorífico”, “consolidado y desconsolidado de la carga”, “transporte”, “almacenaje”, “almacén extraportuario”, etc.

Dentro de los servicios de logística y transporte, cabe mencionar que SAAM 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, Bogotá y Medellín) y Servicios Portuarios Reloncaví Ltda. (50%, 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 se cerrarán para darle una mayor eficiencia a la operación. Al margen del proceso de reestructuración del área logística, los resultados al año 2015 no fueron buenos para la compañía debido a la baja en el dinamismo económico de forma global y a los procesos de ajustes y cambios en el rubro marítimo, así como debido a otros problemas de carácter interno como la pérdida de contratos con empresas importantes del rubro marítimo.

Remolcadores

SAAM es la mayor empresa de remolcadores de América y cuarta a nivel mundial en términos del tamaño de flota, contando a diciembre de 2015 con 188 remolcadores (ocho en construcción) y operaciones en 70 puertos de América. El *Joint Venture* con la empresa SMIT-Boskalis que inició operaciones a mediados de 2014, permitió entrar a los mercados de Panamá y Canadá; y aumentar operaciones en México y Brasil.

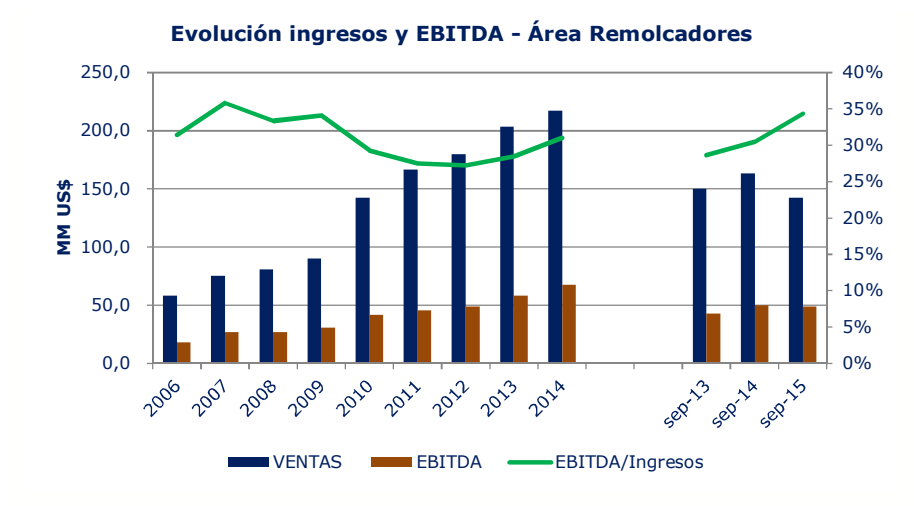
Esta área de SAAM presta servicios de atraque y desatraque de naves en las cercanías de los puertos, principalmente a las de mayor tamaño, además de remolcaje y salvataje. Actualmente tiene operaciones en la mayor parte de los países con costa a lo largo de América: México, Guatemala, Honduras, Costa Rica, Ecuador, Perú, Brasil, Uruguay, Argentina (servicio de catamaranes), Chile, Panamá y Canadá.

Las regulaciones para este sector varían de un país a otro, existiendo puertos donde los servicios son concesionados y otros en los que 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 logística de transporte fluvial en Uruguay (en los ríos Uruguay y Paraná, a través de quince barcazas), y asistencia a autoridades con servicios de lanchaje y prácticos.

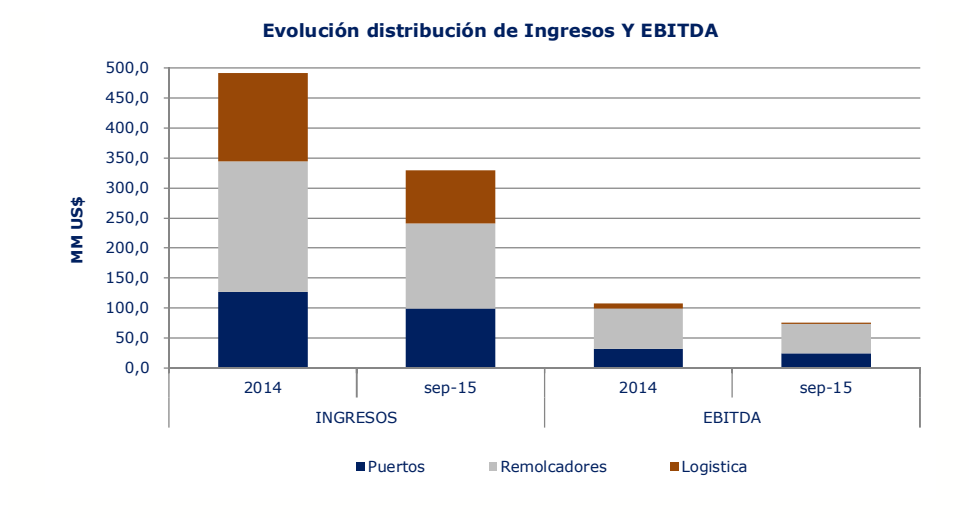
Un sub-segmento de negocios relativamente nuevo es el de remolcadores *off-shore* (lejos de la costa) utilizados por el sector de extracción de petróleo y gas natural. En la actualidad, SAAM atiende a clientes de este tipo en Brasil, México y Perú.

A continuación se muestra la evolución de los ingresos y EBITDA⁵ provenientes de este segmento:



Distribución de ingresos y flujos

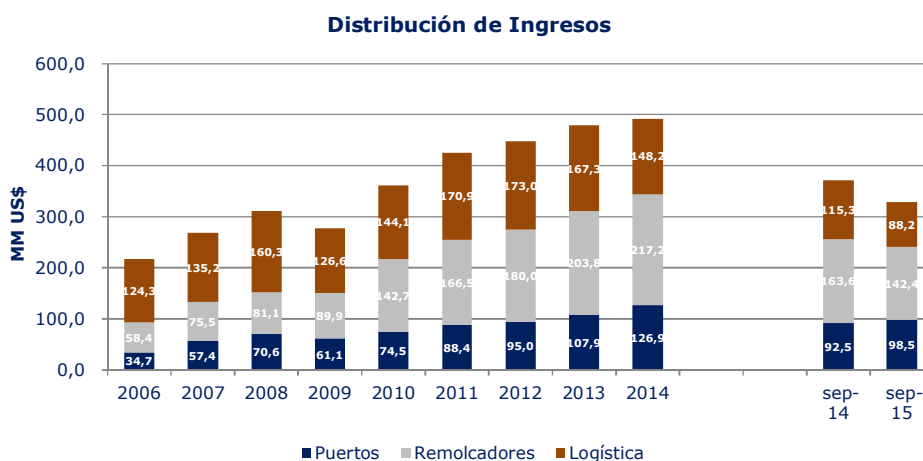
A diciembre de 2014, las ventas y EBITDA de **SM-SAAM** por segmento de negocios se distribuyen según se muestra en el gráfico a continuación:



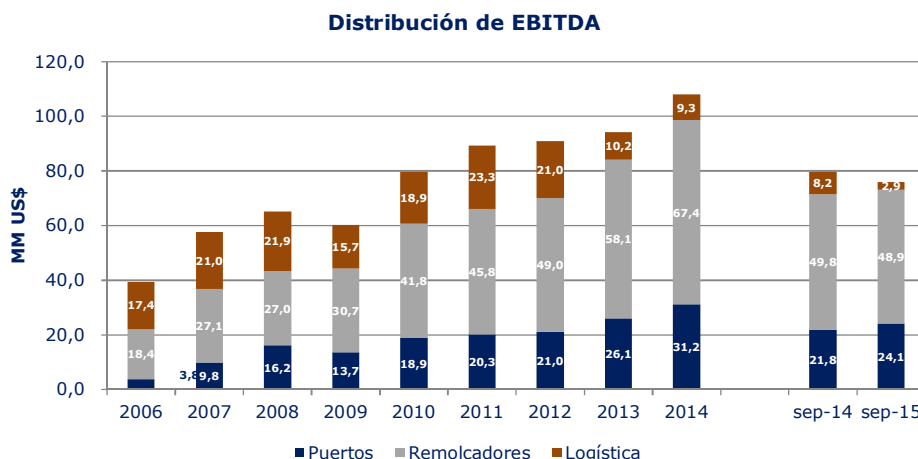
⁵ En esta compañía el segmento remolcadores exhibe un indicador EBITDA/Ingresos en torno a un 30%.

Durante los tres primeros trimestres del año 2015, los terminales portuarios, remolcadores y logística aportaron un 29,9%, 43,3% y 26,8% de las ventas de **SM-SAAM**, respectivamente (A diciembre 2014 fue de 25,8%, 44,1% y 30,1% de las ventas, respectivamente). Por su parte, las contribuciones al EBITDA fueron, en ese mismo orden, de 31,7%, 64,4% y 3,8%, lo que muestra que el área de remolcadores es la de mayor margen EBITDA, seguida por terminales portuarios (A diciembre de 2014 fue de 28,9%, 62,4% y 8,7% del EBITDA, respectivamente).

La evolución en la distribución de los ingresos ha mostrado algunas variaciones a través del tiempo, 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 se 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 diversificación geográfica que logística.

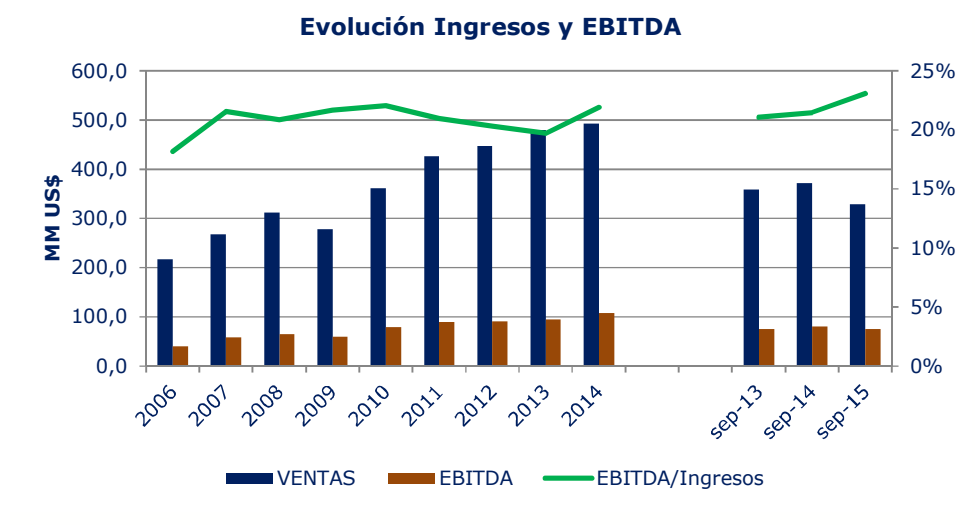
Análisis Financiero de SM-SAAM

A continuación se muestra un análisis de la situación financiera de la compañía. Al respecto, es importante señalar que hasta 2011 la evaluación fue hecha en base a los estados financieros individuales de SAAM, ya que a esa fecha aún no se formaba **SM-SAAM**, la cual, como se señaló previamente, fue constituida en febrero de 2012.

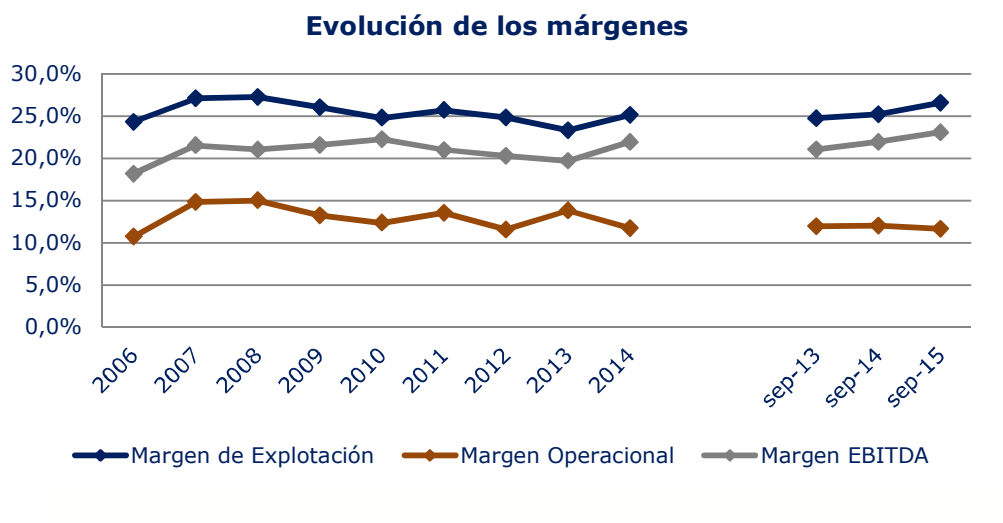
Evolución de los ingresos, EBITDA y márgenes

Los ingresos consolidados de SAAM han tenido una tendencia creciente en el período de análisis 2006-2014, a excepción de 2009, año en que la actividad marítima, comercial y de carga general se vio afectada por la contracción económica experimentada en el mundo desde fines de 2008 hasta inicios de 2010. La tasa de crecimiento compuesto de las ventas alcanzó a 10,8% anual. Del mismo modo, el EBITDA consolidado ha mostrado un crecimiento prácticamente continuo, también con la excepción de 2009, con una tasa de expansión compuesta anual de 13,4% en los últimos ocho años.

Una de las características que ha mostrado la generación de flujos de la empresa es su estabilidad, al medírsela como la tasa de EBITDA a ingresos. En efecto, entre 2006 y 2014 este indicador ha fluctuado relativamente poco, entre 18% y 23%, permaneciendo entre 19,7% y 23,1% para los últimos seis años, incluso durante la crisis de 2009. El indicador ha tendido a aumentar en el último año debido principalmente a una mayor eficiencia operativa de los remolcadores. A septiembre 2015 la tendencia se mantiene con respecto al mismo periodo año anterior, mostrando, a nivel consolidado, una relación EBITDA/Ingresos de 23,1%.

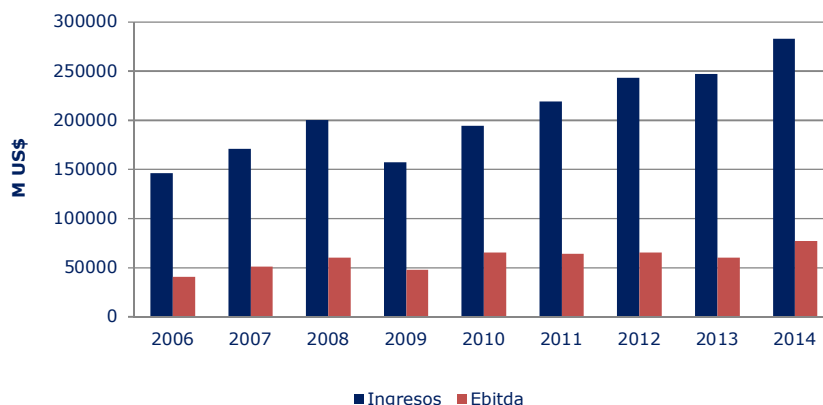


La estabilidad antes descrita para el margen EBITDA de SAAM puede observarse también para el margen de explotación de SAAM y el margen operacional, ambos medidos sobre el total de ingresos consolidados de la compañía. En efecto, no se observan grandes oscilaciones para estos indicadores, y en ninguno de los años del período bajo análisis los márgenes han tomado valores negativos, lo que muestra que pese a las crisis del mercado de transporte marítimo de contenedores registradas en 2008-2009 y 2011, los negocios desarrollados por SAAM no han evidenciado una correlación con la actividad de aquellos. El margen de explotación ha variado entre 23,3% y 27,2% de los ingresos, mientras que el margen operacional lo ha hecho entre 10,7% y 15,0%.



Un elemento que resulta importante dentro del análisis de ingresos de SAAM es la existencia de varias coligadas (participación de SAAM de 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 se muestran los ingresos y EBITDA de las coligadas de SAAM, ponderados por la participación de ésta en su propiedad:

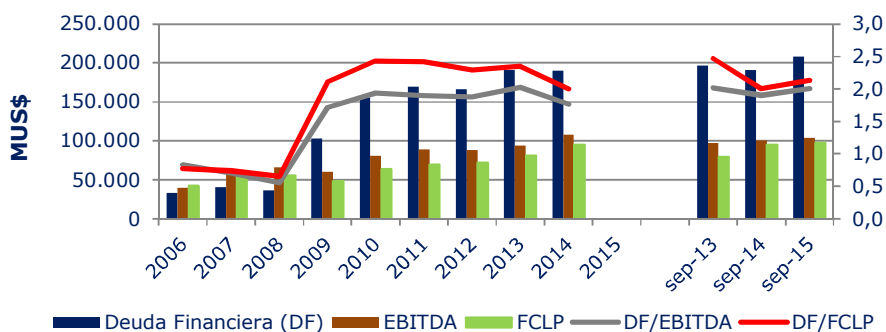
Evolución de los Ingresos y EBITDA coligadas



Evolución del endeudamiento y la liquidez

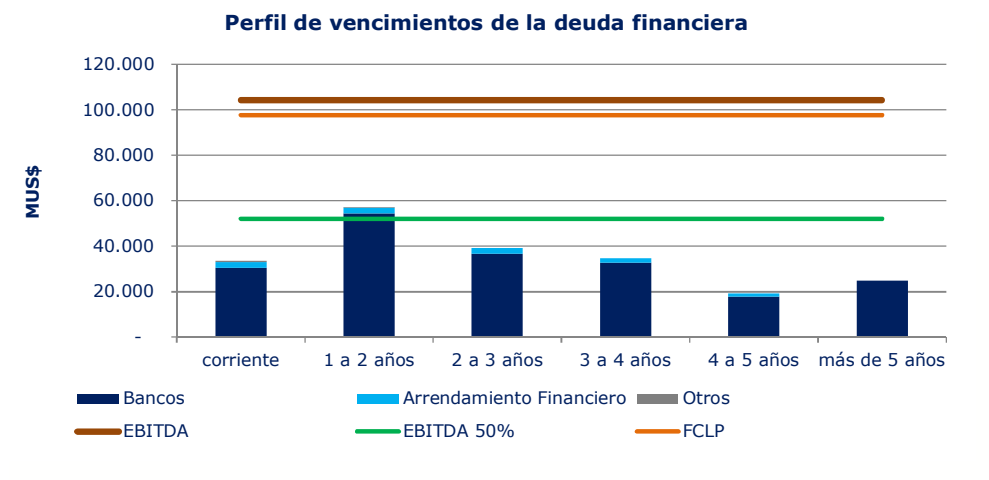
En el último año, SAAM ha disminuido los niveles de endeudamiento que antes eran calificados como bajos. Por una parte, el *leverage* (total de pasivos sobre patrimonio) se ha ubicado generalmente en valores menores a 0,5 veces, salvo en junio 2014 que llegó a 0,58 veces, para volver a reducirse en septiembre 2015 en donde fue de 0,47 veces. El endeudamiento financiero se ha situado en valores considerados bajos a medios; en los últimos dos años ha exhibido una alta estabilidad, en torno a las 2,3 veces (DF sobre FCLP), y a septiembre de 2015 el ratio bajó a un nivel de 2,1 veces. Hasta 2008, el indicador deuda financiera sobre EBITDA nunca fue mayor a una vez, valores similares a los del indicador deuda financiera sobre FCLP registrado en dicho lapso, subiendo a partir de 2009 a consecuencia de un mayor nivel de deuda financiera, aunque los ratios de endeudamiento relativo se han mantenido estables desde entonces.

Evolución del endeudamiento

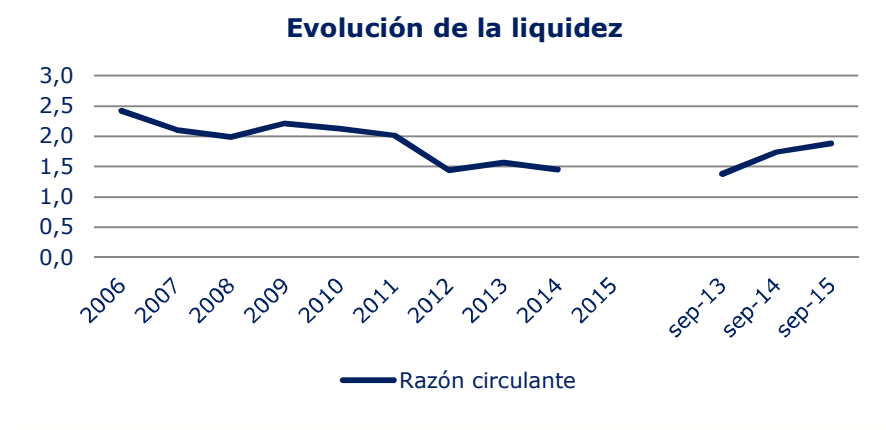


Al 30 de septiembre de 2015, los compromisos financieros de **SM-SAAM** ascendían a US\$ 208,4 millones, de los cuales un 95% correspondía a deuda con bancos y un 5% a leasings. Un 16% del total de la deuda

financiera (US\$ 33 millones) se encontraba en el corto plazo y el resto (US\$ 175 millones) a más de un año, destacando que la estructura de esta deuda es tal que los vencimientos anuales en sólo el 2017 año superan el 50% del EBITDA⁶ a septiembre de 2014 y el 50% del FCLP de ese mismo período, siendo capaces entonces de soportar períodos de contracción en tales indicadores, como se grafica a continuación:



La evolución de la liquidez de la compañía, medida como razón circulante⁷, puede verse en el gráfico a continuación. Más allá de la evolución del indicador, SAAM ha alcanzado valores de liquidez elevados en el último periodo.



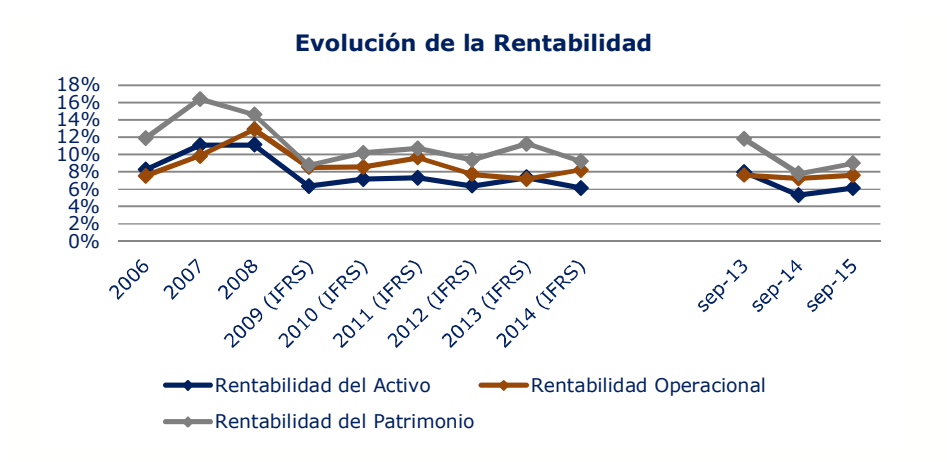
Evolución de la rentabilidad

En el período IFRS 2009-2014, se puede apreciar una estabilidad en las rentabilidades; no obstante que a diciembre de 2014 se observa una caída respecto a años anteriores, tanto en el patrimonio como en los activos. Asimismo si se comparan septiembre de 2015 con respecto a septiembre de 2014, se observa un

⁶ EBITDA anualizado calculado por **Humphreys**.

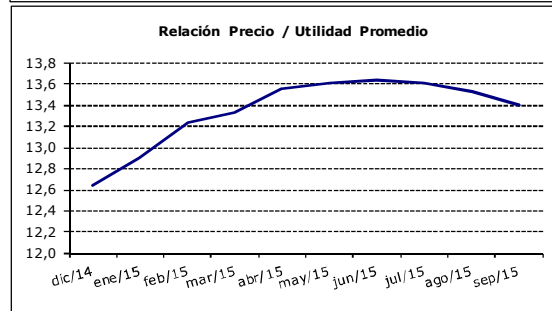
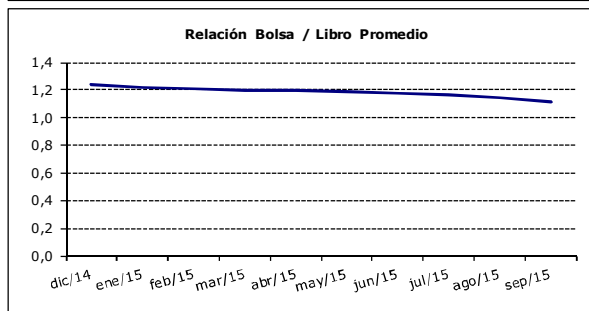
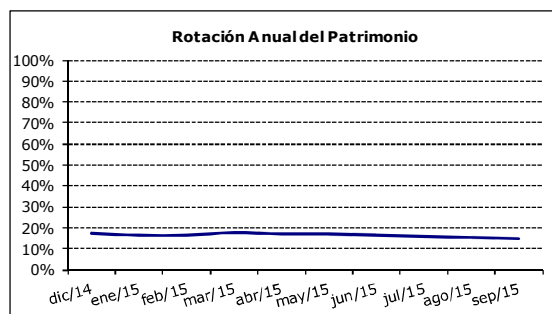
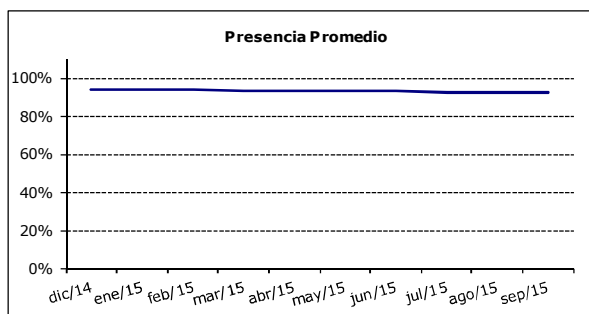
⁷ Razón circulante = activos corrientes/pasivos corrientes.

aumento sustancial tanto en la rentabilidad del activo (aumento desde 5,32% a 6,11%) como en la del patrimonio pasando de 7,78% a 8,98%.



Indicadores de los títulos accionarios

A continuación se presenta el comportamiento de las acciones de la compañía a septiembre de 2015, en términos de presencia promedio (días en que los montos transados superaron las UF 200) y rotación anual del patrimonio bursátil (montos tranzados sobre patrimonio bursátil). Además, se presenta la evolución de las razones precio-utilidad (razón entre el precio de cierre y la utilidad de la acción en doce meses) y bolsa-libro (precio de cierre dividido por el valor contable de la compañía). La presencia promedio de la acción de **SM-SAAM** alcanza a septiembre de 2015 un 92%.



Bonos

Las siguientes son las características de las líneas de bonos de la sociedad:

Características de las líneas de bonos		
Nº y fecha de inscripción	793 del 27-11-2014	794 del 27-11-2014
Monto máximo línea	UF 4.000.000	UF 4.000.000
Moneda de emisión	Unidades de fomento, dólares o pesos	Unidades de fomento, dólares o pesos
Plazo vencimiento	10 años	30 años

"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 Superintendencia de Valores y Seguros 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".