



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

Analista  
Carlos García B.  
Tel. (56) 22433 5200  
carlos.garcía@humphreys.cl

## Sociedad Matriz SAAM S.A.

Febrero 2018

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 Tendencia	Primera Clase Nivel 2 Estable
Línea de Bonos Tendencia	AA- Estable
EEFF base	Septiembre de 2017

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Línea a 10 años Serie A (BSAAM-A) Serie B (BSAAM-B)	Nº 793 de 27.11.14 Primera Emisión Primera Emisión
Línea a 30 años Serie C (BSAAM-C)	Nº 794 de 27.11.14 Primer Emisión

Estado de Resultados Consolidado, cuentas seleccionadas IFRS						
M US\$	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Sept-16	Sept-17
Ingresos de actividades ordinarias	478.942	492.305	426.273	393.932	293.713	342.115
Costo de ventas	-367.201	-368.622	-314.226	-291.281	-211.971	-251.789
Gastos de administración	-62.158	-65.883	-70.988	-61.858	-48.725	-52.708
Resultado operacional <sup>1</sup>	66.199	57.800	41.059	40.793	33.017	37.618
Participación en ganancias de asociadas	27.206	28.938	37.875	42.225	32.104	17.671
Costos financieros	-11.899	-11.000	-10.801	-10.946	-8.302	-11.586
Ganancia (Pérdida)	76.392	70.203	80.010	62.902	51.177	60.890
EBITDA	94.300	107.963	91.765	91.379	70.816	88.123

<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 pérdidas.

Balance General Consolidado IFRS					
M US\$	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-16	Sept-17
Activos Corrientes	201.581	203.424	260.366	297.731	398.794
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	49.005	44.915	113.380	143.029	236.459
Activos No Corrientes	869.131	1.018.804	960.436	969.748	1.082.125
<b>Total Activos</b>	<b>1.070.712</b>	<b>1.222.228</b>	<b>1.220.802</b>	<b>1.267.479</b>	<b>1.480.919</b>
Pasivos Corrientes	129.184	140.054	145.298	144.596	164.350
Pasivos No Corrientes	247.155	249.873	246.121	258.352	397.556
Pasivos Totales	376.339	389.927	391.419	402.948	561.906
Patrimonio total	694.373	832.301	829.383	864.531	919.013
<b>Patrimonio y Pasivos, Total</b>	<b>1.070.712</b>	<b>1.222.228</b>	<b>1.220.802</b>	<b>1.267.479</b>	<b>1.480.919</b>
Deuda Financiera	191.157	190.160	245.476	269.135	360.130

## 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. (CSAV), y su controlador es la empresa Quiñenco S.A., a través de distintas sociedades intermedias.

Durante 2017, la empresa se realizó una reestructuración de la filial operativa SAAM, principal activo de **SM-SAAM** con propiedad del 99,99% de las acciones, donde se dividió cada línea de negocio en tres empresas. Los cambios fueron los siguientes: la actual SAAM S.A. pasó a ser la continuadora legal y de los negocios de remolcadores; se crearon SAAM Ports S.A., a cargo del negocio de terminales portuarios, y SAAM Logistics S.A, responsable del negocio logístico. De esta manera los riesgos y fortalezas del emisor están estrechamente ligados a estas tres filiales.

**SM-SAAM**, de manera consolidada y considerando el período de un año a diciembre de 2016, alcanzó ingresos por US\$ 393,9 millones, una ganancia de US\$ 62,9 millones y un EBITDA de US\$ 91,4 millones. Este último indicador fue aportado por las áreas de administración de terminales portuarios, servicio de remolcadores y logística en un 29,9%, 67,0% y 3,1%, respectivamente. La deuda financiera de **SM-SAMM**, al 31 de diciembre de 2016, ascendía a US\$ 269,1 millones y el patrimonio a US\$ 865,4 millones.

En el tercer trimestre del 2017, la compañía tuvo ingresos consolidados por US\$ 342,1 millones, lo cual significa un aumento de 16,5% respecto del mismo periodo del año anterior. La ganancia fue de US\$ 60,9 millones (en comparación a los US\$ 51,2 millones registrados el mismo periodo del año anterior) y el EBITDA ascendió a US\$ 88,1 millones. En ese mismo periodo, la deuda financiera fue de US\$ 360,1 millones, mientras el patrimonio se ubicó en US\$ 919,0 millones.

Dentro de las principales fortalezas que dan sustento a la clasificación de la línea 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.

Otro aspecto positivo considerado 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, su conocimiento del sistema chileno de concesiones portuarias y la diversificación de sus ingresos y flujos por segmentos y países, todo lo cual le permite competir frente a otros operadores de servicios marítimos y continuar expandiéndose en América.

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 liderazgo 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 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 desempeñe 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 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 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. Por el contrario, la clasificación bajaría si la empresa aumenta su indicador de endeudamiento financiero por sobre las tres veces.

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

- Elevada estabilidad en 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 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 a septiembre 2017

A septiembre 2017, los ingresos de SAAM llegaron a US\$ 342,1 millones, lo que significó un aumento de 16,5% en relación con septiembre de 2016. Por áreas de negocios, las ventas de terminales portuarios, remolcadores y logística fueron de US\$ 154,6 millones, US\$ 134,1 millones y US\$ 53,5 millones, respectivamente, con variaciones de 84,3%, -3,6% y -24,5%, en el mismo orden.

Los costos de venta experimentaron un aumento de 18,8%, llegando a US\$ 212,0 millones. De este modo, el margen bruto alcanzó a US\$ 90,3 millones, con una variación de 10,5%.

Por su parte, los gastos de administración fueron de US\$ 52,7 millones, aumentando de ese modo en 8,2% y las otras ganancias fueron positivas por US\$ 73,5 millones, contra los US\$ 0,5 millones del mismo periodo del año anterior. Con ello, el resultado operacional aumentó en 13,9% hasta alcanzar los US\$ 37,6 millones.

En el área de terminales, la empresa evaluada obtuvo incrementos principalmente por la incorporación del Puerto Caldera y la adjudicación de nuevos contratos en el Terminal Portuario de Guayaquil aumentando considerablemente las toneladas transferidas respecto del mismo periodo del año anterior. En el segmento de remolcadores, la baja en los resultados obedeció principalmente los menores ingresos de México y Uruguay. Finalmente, el área de logística, se reflejó el impacto del proceso de adaptación, debido a la nueva estrategia de negocio que está llevando la división, además del cierre de operaciones y el cambio en el *mix* de volúmenes en servicios de almacenaje y transporte.

## Hechos recientes

En mayo de 2017, debido a nuevas estrategias del segmento de logística, **SM SAAM** vendió su participación de 35% en Tramarsa, empresa presente en el negocio marítimo y en distintos servicios del área logística en Perú.

Posteriormente, en julio de 2017, se realizó una reestructuración operativa, dividiendo cada línea de negocio en tres empresas. Esto, para lograr una gestión más eficiente y ordenada. La actual **SAAM S.A.** actúa como la continuadora legal y mantiene el negocio de remolcadores, creándose SAAM Ports S.A. a cargo del negocio de terminales portuarios y SAAM Logistics S.A. orientada a la actividad logística.

## 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 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 una alta estabilidad en la generación de caja (entre los años 2006 y 2016 ha tenido un crecimiento anual compuesto de los ingresos de un 7,1% y del EBITDA de un 10,1%).

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

Conjuntamente, el margen EBITDA sobre ingresos ha exhibido una estabilidad muy alta, oscilando tan sólo entre el 18,2% y 25,8% de las ventas entre los años 2006 y septiembre de 2017, 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, considerando que son básicamente proyectos de largo plazo.

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

**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 panameño o el canadiense, lo que le permite a la empresa una adecuada diversificación de ingresos y flujos en términos geográficos. Por otro lado, en términos de actividades, la compañía ofrece servicios de terminales portuarios, remolcadores y logística, que en septiembre de 2017 representaron un 52,9%, 47,2% y 0%. Aun cuando en lo más reciente el área logística ha presentado una menor actividad producto del proceso de adaptación a una nueva estrategia de negocios, se estima que ésta redundará en un mayor nivel de resultados de la misma, que le permitirá tener un crecimiento en la diversificación de las actividades

**Experiencia de la entidad y fortaleza financiera y apoyo del controlador:** Quiñenco S.A., controlador de **SM-SAAM**, alcanzaba un patrimonio de US\$ 10.151 millones al 30 de septiembre de 2017, 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 (Shell y Terpel) 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, SAAM fue creada en 1961, por lo tanto, posee una trayectoria de más de 50 años en las actividades relacionadas a 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.

**Liderazgo en remolcadores:** En la actualidad, SAAM opera con un total de 161 remolcadores a lo largo de toda América (tres en construcción) y en más de 70 puertos dentro de diez países, 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\$ 185,2 millones, a diciembre de 2016.

La compañía tiene un importante volumen de operaciones en Chile, Brasil y México, y, en menor medida, en Uruguay, Ecuador, Costa Rica, Colombia, Guatemala, Argentina, Honduras, Panamá y Canadá. 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 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 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 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 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 Ports tienen plazos fijos de término, y si bien algunas de ellas cuentan con la posibilidad de extensión (en siete años finaliza la concesión más cercana), 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 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 (trece 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 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 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 de que SAAM podría ejercer una influencia relevante sobre la distribución de dividendos 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 SM-SAAM

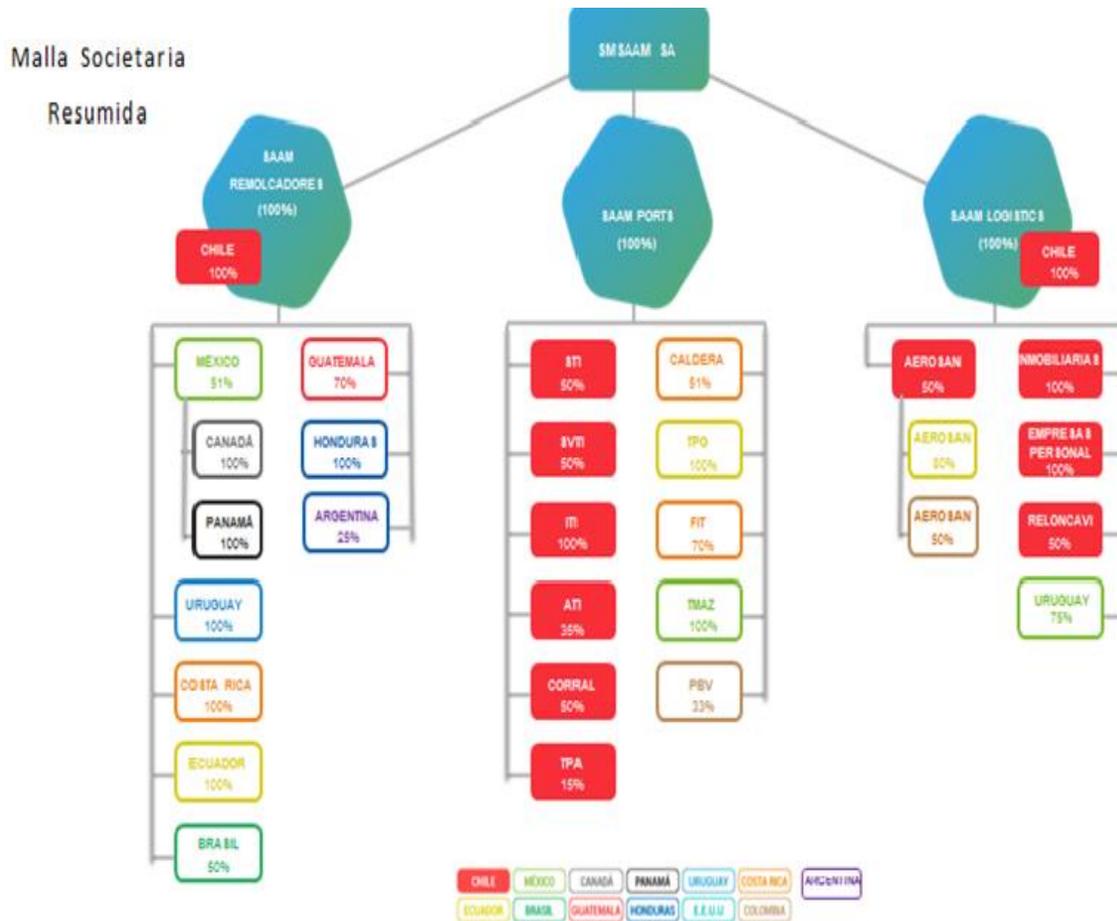
**SM SAAM S.A.** nació en 2012 tras la división Compañía Sud Americana de Vapores (CSAV); adquiriendo el 99,99% de las acciones de SAAM S.A., en ese entonces filial de CSAV. Dado que en su momento los activos del emisor se conformaron inicialmente por dichas acciones y, posteriormente, por las acciones 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, Honduras, 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.

## Propiedad y administración

### Malla Societaria



## Accionistas

A continuación, se presentan los accionistas de **SM-SAAM** a diciembre de 2017. Cabe 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%
Quiñenco S.A.	15,64%
Moneda S.A. AFI	7,85%
Banco de Chile por cuenta de terceros no residentes	6,81%
BTG Pactual Chile S.A. C de B	3,57%
Inmobiliario Norte Verde S.A.	3,31%
Credicorp Capital S.A. Corredores de Bolsa	3,25%
Inversiones Gran Araucaria Dos Limitada	2,09%
Bolsa de Comercio de Santiago Bolsa de Valores	2,08%
Siglo XXI Fondo de Inversión	1,57%
Larrain Vial S.A. Corredora de Bolsa	1,49%
Compass Small Cap Chile Fonde de Inversion	1,42%
Otros	17,67%
<b>Total</b>	<b>100,00%</b>

## Directorio y ejecutivos

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

Cargo	Nombre
Presidente	Oscar Hasbún Martínez
Vice-presidente	Jean Paul Luksic F.
Director	José Francisco Pérez Mackenna
Director	Mario Da-Bove Andrade
Director	Diego Bacigalupo Aracena
Director	Jorge Gutiérrez Pubill
Director	Francisco Gutiérrez Plilippi

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

<b>Cargo</b>	<b>Nombre</b>
Gerente General	Macario Valdés R.
Gerente de Administración y Finanzas	Hernán Gómez C.
Gerente de Recursos Humanos	Gastón Moya R.
Gerente Legal	Karen Paz B.
Gerente de Comunicaciones	Claudio Vera A.
Gerente Contralor	Carmen Hernández Z.
Gerente de Sistemas y Comunicaciones	Fernando Santos F.
Gerente de División Logística	Alfredo Nunes P.
Gerente de División Remolcadores	Felipe Rioja R.
Gerente de División Terminales Portuarios	Yurik Díaz R.

## Áreas de negocio de la compañía

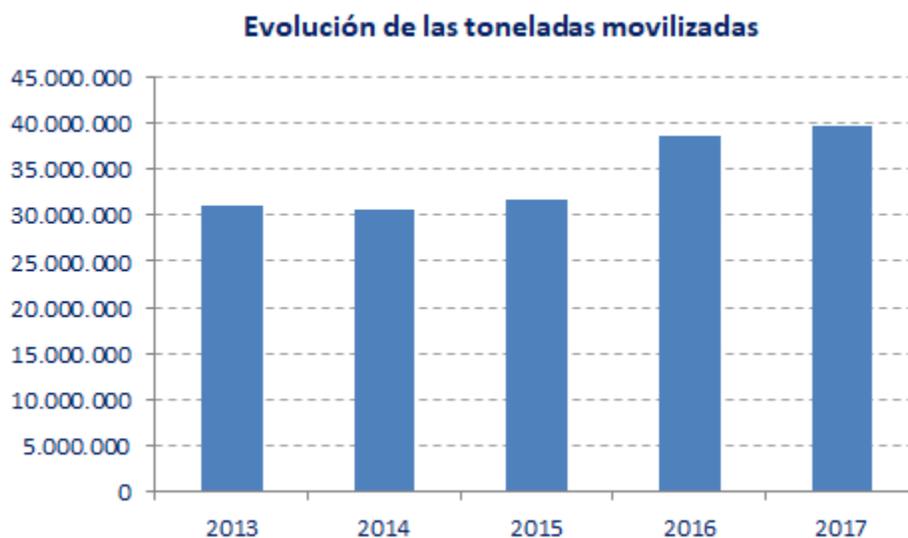
Las tres empresas en que **SM-SAAM** divide sus negocios son “terminales portuarios”, “remolcadores” y “logística”, todos ellos corresponden a servicios relacionados con el transporte marítimo-aéreo y la movilización de carga. A continuación, se describen las principales características de estas áreas:

### 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:

<b>Empresa</b>	<b>Ubicación</b>	<b>Participación SAAM en propiedad</b>	<b>Fin de la Concesión (opción de prórroga)</b>
Terminal Portuario Arica	Arica, Arica-Parinacota, Chile	15%	2034
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%	2056
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

aumentaron en 2016 un 21,61% en comparación con el año 2015, debido al crecimiento de volúmenes en Iquique, Florida, Mazatlán y puertos coligados.

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, madera, harina de pescado y metales. 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.

El siguiente gráfico muestra la evolución del ingreso y EBITDA consolidado del área de terminales portuarios de **SM-SAAM** (SAAM Ports<sup>3</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 2017, se aprecia un fuerte aumento, tanto en su nivel de ingresos como en el EBITDA (84,3% y 29,2%, respectivamente), producto de la incorporación del puerto de Caldera y el crecimiento de la actividad del puerto de Guayaquil.

---

<sup>3</sup> En esta compañía el segmento portuario exhibe un indicador EBITDA/Ingresos en torno a un 30% a septiembre de 2017 (25% a septiembre de 2016).

### Evolución ingresos y EBITDA - Área Terminales Portuarios

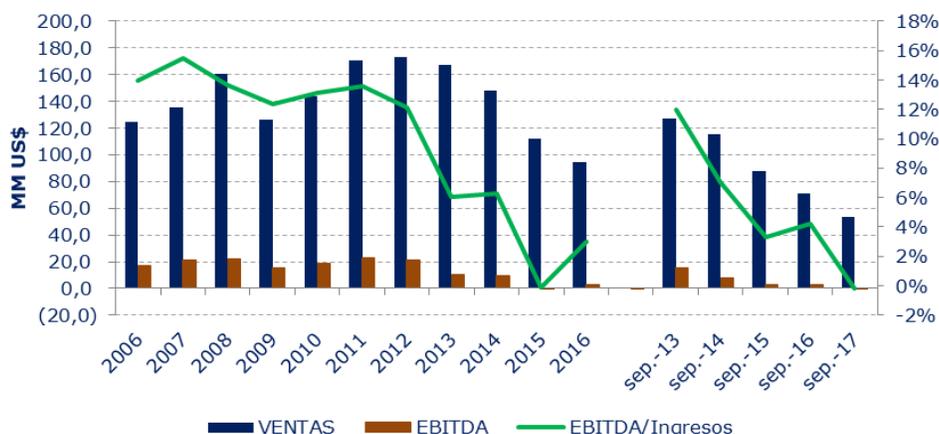


### Logística (SAAM Logistics S.A. desde julio de 2017)

Esta área de negocios de **SM-SAAM** incluye servicios de almacenaje,<sup>4</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 principales de Colombia) 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:

### Evolución ingresos y EBITDA - Área Logística



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,

<sup>4</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.

los resultados al año 2017 no fueron buenos para la compañía, debido al menor dinamismo económico a nivel global, los procesos de cambios en el rubro marítimo y otros problemas de carácter interno como, por ejemplo, la pérdida de contratos con empresas importantes del rubro marítimo, sin embargo, actualmente bajo la nueva estrategia de negocio, este rubro no representa una porción relevante de los ingresos de la compañía.

## Remolcadores (SAAM)

SAAM es la mayor empresa de remolcadores de América y cuarta a nivel mundial, en términos del tamaño de flota. A diciembre de 2017 contaba con 161 remolcadores y operaciones en más de 70 puertos de América. La operación conjunta con la empresa SMIT-Boskalis, que inició operaciones a mediados de 2014, le permitió entrar a los mercados de Panamá y Canadá.

Esta área de 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, Honduras, Costa Rica, Ecuador, Brasil, Uruguay, Argentina (servicio de catamaranes), Chile, Panamá y Canadá.

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.

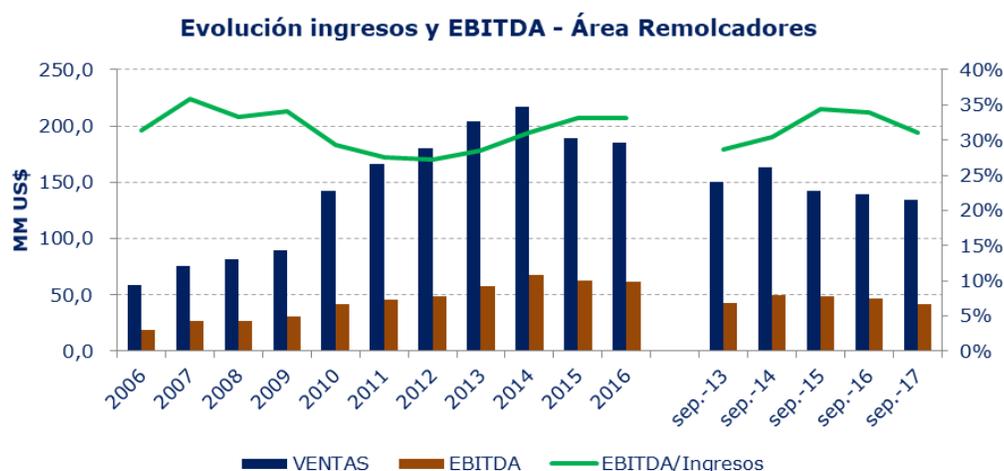
Este segmento también realiza servicios de remolque y servicios marítimos (fletes fluviales y obras civiles en los principales ríos) en Uruguay.

Un sub-segmento de negocios es el de remolcadores *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:

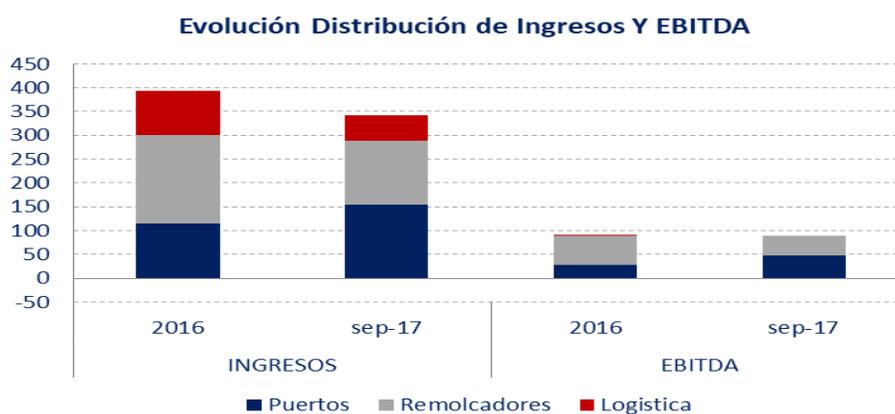
---

<sup>5</sup> En esta compañía el segmento remolcadores exhibe un indicador EBITDA/Ingresos en torno a un 31%.



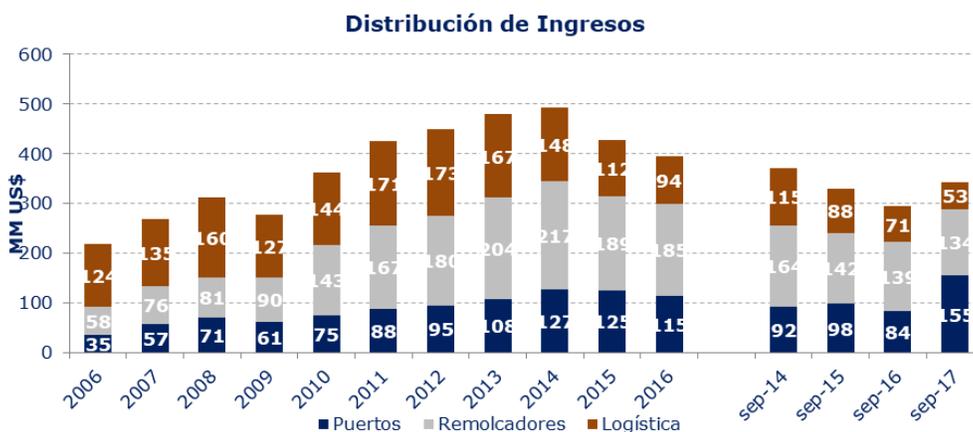
## Distribución de ingresos y flujos

A diciembre de 2016 y septiembre de 2017, las ventas y EBITDA de **SM-SAAM** por segmento de negocios se distribuyen según muestra el gráfico a continuación:

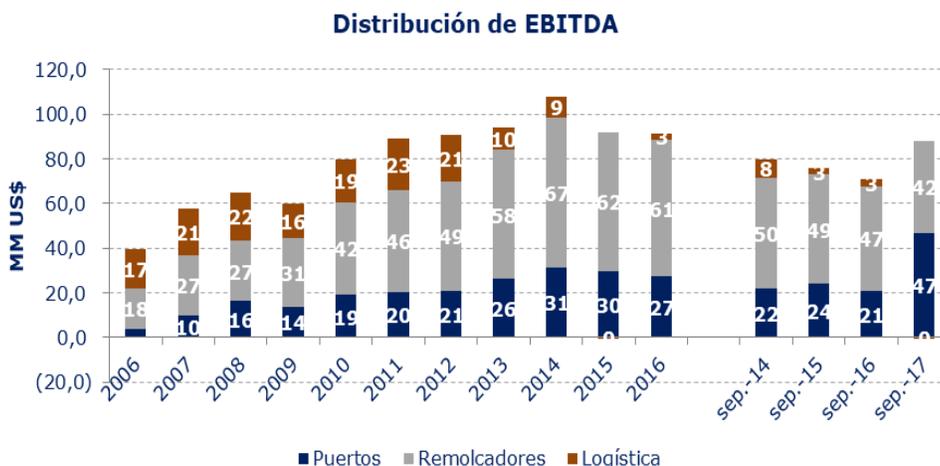


Durante los tres primeros trimestres del año 2017, los terminales portuarios, remolcadores y logística aportaron un 45,2%, 39,2% y 15,6% a las ventas de **SM-SAAM**, respectivamente. A diciembre 2016, la cifra de un 29,1%, 47,0% y 23,9% de las ventas, respectivamente. Por su parte, las contribuciones al EBITDA fueron, en ese mismo orden, de 52,9%, 47,2% y -0,1%. Estos resultados muestran que el área de terminales portuarios en 2017 ha aumentado considerablemente su participación en el EBITDA e ingresos, debido a la incorporación del terminal de Caldera y el crecimiento del terminal de Guayaquil, seguido por el segmento de remolcadores (a diciembre de 2016 fue de 29,9%, 67,0% y 3,1% 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 muestran 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 diversificación 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.

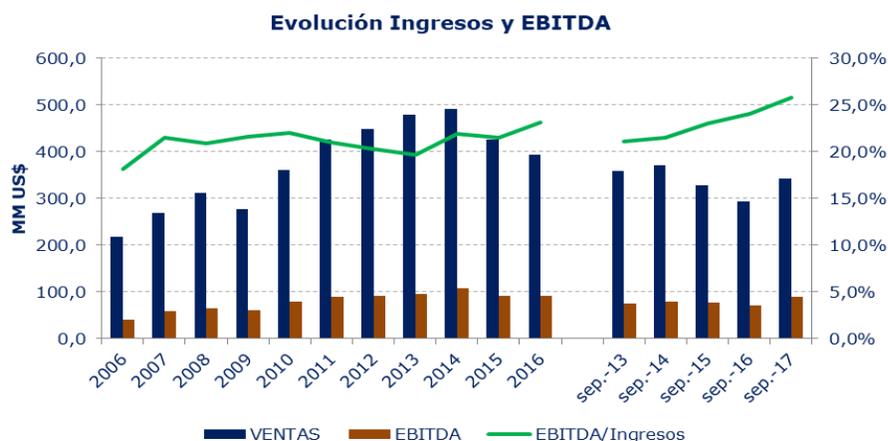
## Análisis financiero de SM-SAAM

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

## Evolución de los ingresos, EBITDA y márgenes

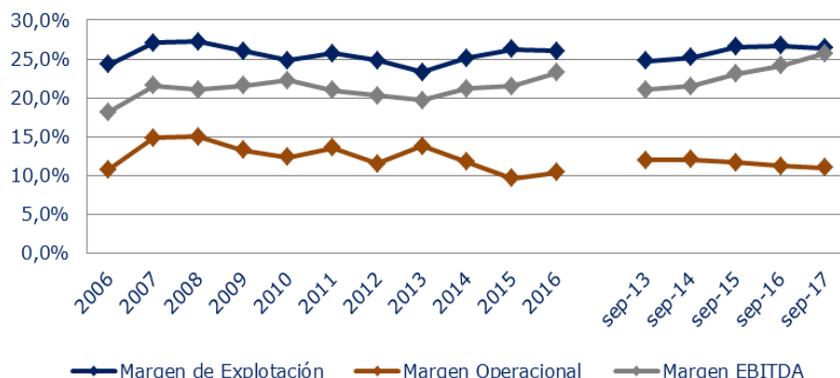
Los ingresos consolidados de SAAM, a excepción del año 2009, mostraron una tendencia creciente hasta 2014. Con posterioridad, los menores niveles de actividad repercutieron en el comercio mundial, que se tradujo en menores niveles de ingresos de la compañía para el período 2015-2016. A septiembre de 2017 los ingresos muestran una leve recuperación, situándose a niveles similares a septiembre de 2015.

Una de las características que ha mostrado la generación de flujos de la empresa es su estabilidad, al medir ésta como la tasa de EBITDA a ingresos. En efecto, entre 2006 y septiembre de 2017, este indicador ha fluctuado en términos relativamente aceptable, entre 18,2% y 25,8%, permaneciendo entre 19,7% y 25,8% en los últimos seis años. 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. A septiembre 2017, a nivel consolidado, la relación EBITDA/Ingresos fue de 25,8%, mientras que para el mismo periodo del año 2016 fue de 24,1%.



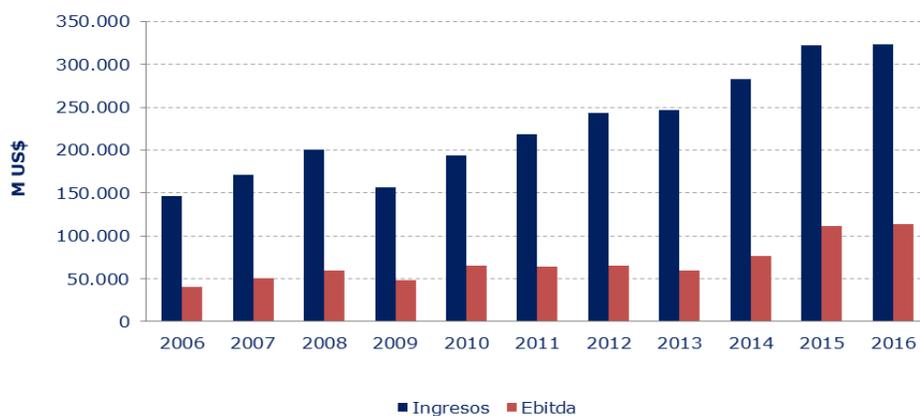
La estabilidad antes descrita para el margen EBITDA de **SM-SAAM**, puede observarse también para los márgenes de explotación y para el margen operacional, ambos medidos sobre el total de ingresos consolidados de la compañía. En efecto, no se detectan grandes oscilaciones para estos indicadores, y en ninguno de los años del período analizado se han exhibido valores negativos, lo que muestra que pese a las crisis del mercado de transporte marítimo de contenedores registradas en 2008-2009 y 2013-2015, los negocios desarrollados por el grupo 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 9,6% y 15,0%.

### 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 de las coligadas de SAAM, ponderados por la participación de ésta en su propiedad:

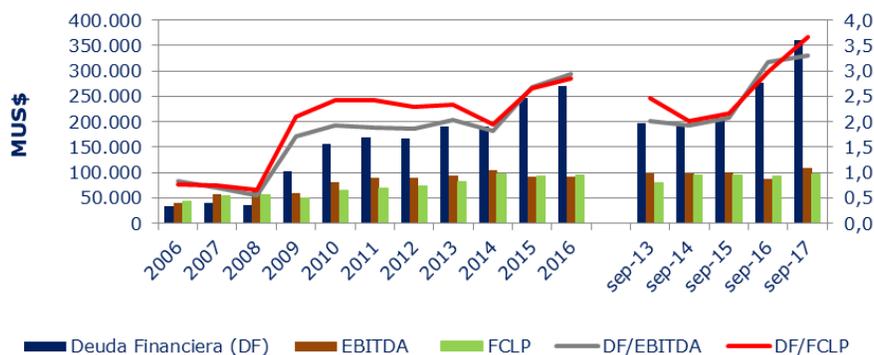
### Evolución de los Ingresos y EBITDA coligadas



## Evolución del endeudamiento y la liquidez

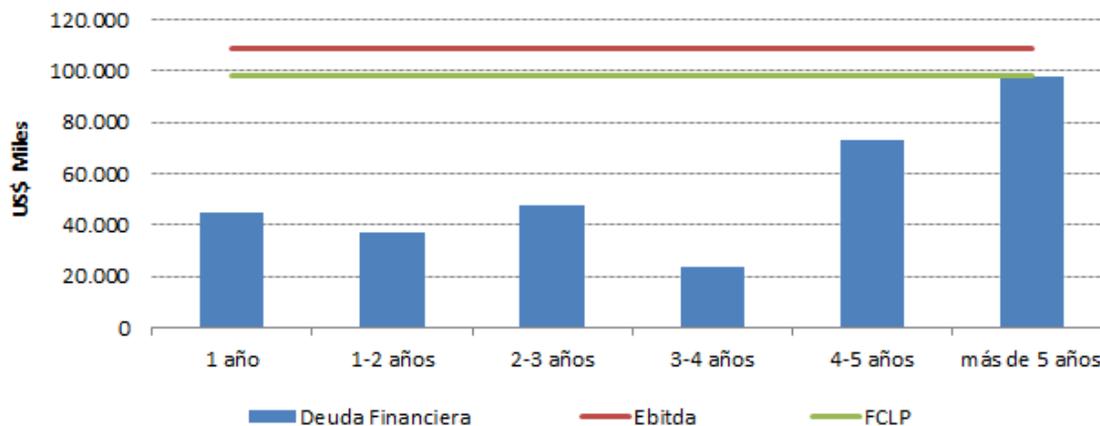
En el último año, los niveles de endeudamiento de **SM-SAAM** han subido pasando de niveles bajos a medios. Esto, debido a las nuevas inversiones que se estaban llevando a cabo, donde el índice DF sobre FCLP a septiembre de 2017 alcanzó las 3,7 veces, superior a lo exhibido en el mismo periodo de 2016 donde estaba en torno a las 3,0 veces. Sin embargo, de acuerdo con lo informado por la compañía, el año 2017 finalizó un ciclo alto de inversiones, principalmente en infraestructura, equipos portuarios y renovación de la flota de remolcadores, por lo que estos indicadores debiesen estabilizarse en el corto plazo.

### Evolución del Endeudamiento



Al 30 de septiembre de 2017, los compromisos financieros de **SM-SAAM** ascendían a US\$ 360,1 millones. Un 14,7% del total de la deuda financiera (US\$ 52,9 millones) se encontraba en el corto plazo y el resto (US\$ 307,2 millones) a más de un año, 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 la evolución de la liquidez de la compañía, medida como razón circulante<sup>6</sup>, podemos ver que más allá de la evolución del indicador, **SM-SAAM** ha alcanzado valores de liquidez elevados los últimos periodos, llegando a 2,43 veces a septiembre de 2017 y a 2,06 veces a diciembre de 2016 (1,97 y 1,79 respectivamente, para el mismo periodo de los años anteriores). Esto es posible verlo en el gráfico a continuación:

<sup>6</sup> Razón circulante = activos corrientes/pasivos corrientes

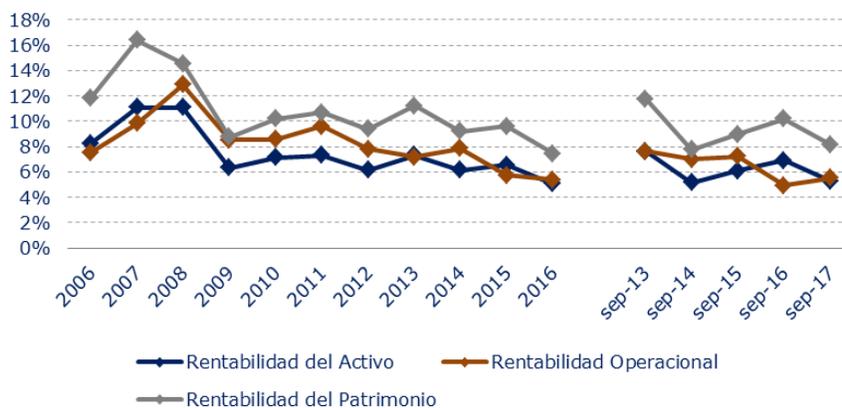
### Evolución de la liquidez



### Evolución de la rentabilidad

En el período IFRS 2009-2016, se puede apreciar una estabilidad en las rentabilidades; no obstante que a diciembre de 2016 se observa una caída en la rentabilidad del activo y del patrimonio respecto de años anteriores. Asimismo si se comparan septiembre de 2017 con septiembre de 2016, se observa el mismo efecto anterior junto con una recuperación de la rentabilidad operacional que había presentado bajas desde 2015. De este modo, a septiembre de 2017 la rentabilidad del activo, del patrimonio y operacional exhiben valores de 5,3%, 8,2% y 5,5%, respectivamente (6,9%, 10,2 y 4,9% a septiembre de 2016).

### Evolución de la Rentabilidad



## Bonos

Los siguientes son los instrumentos inscritos por **SM-SAAM** en la CMF:

### Línea de bonos

Monto línea: UF 4.000.000  
Fecha: 27.11.14  
Plazo de la línea: 10 años  
Número de la línea: 793

### Primera emisión (Serie A)

Fecha inscripción: 07.12.16  
Monto inscrito: \$ 73.650.000.000  
Plazo: 5 años  
Tasa de emisión: 2,6%

### Primera emisión (Serie B)

Fecha inscripción: 07.12.16  
Monto inscrito: UF 2.800.000  
Plazo: 5 años  
Tasa de emisión: 5,2%

### Línea de bonos

Monto línea: UF 4.000.000  
Fecha: 27.11.14  
Plazo de la línea: 30 años  
Número de la línea: 794

### Primera emisión (Serie C)

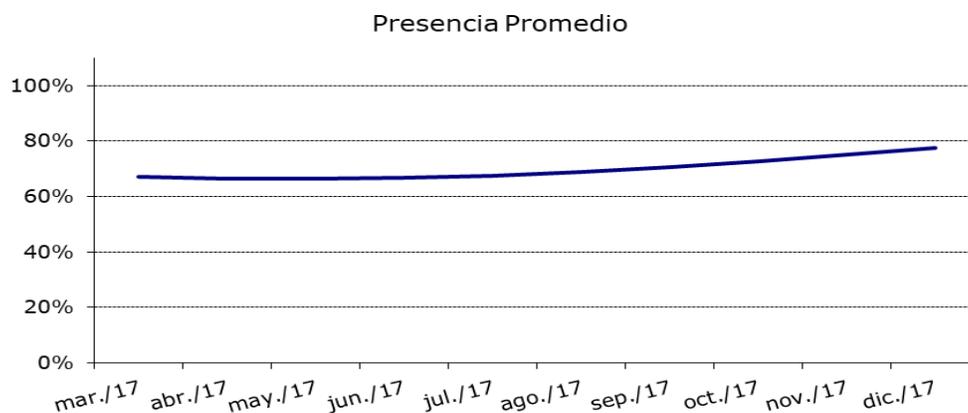
Fecha inscripción: 07.12.16  
Monto inscrito: UF 2.800.000  
Plazo: 10 años  
Tasa de emisión: 2,8%

Los siguientes son los *covenants* de las líneas de bonos:

<b>Covenant</b>	<b>Límite</b>	<b>Sept-17</b>
Endeudamiento Financiero Neto Consolidado (Deuda financiera neta sobre Patrimonio total)	No superior a 1,2 veces	0,13
Cobertura Gastos Financieros Netos (Ebitda sobre Gastos Financieros netos)	No inferior a 2,75 veces	8,64

## Acciones

A continuación, se presenta el comportamiento de las acciones de la compañía a diciembre de 2017, en términos de presencia promedio la cual a diciembre de 2017 alcanza un 77,4%.



*"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".*