



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

Sociedad Matriz SAAM S.A.

Anual desde Envío Anterior

ANALISTAS:

Antonio González G.

Carlos García B.

antonio.gonzalez@humphreys.cl

carlos.garcia@humphreys.cl

FECHA

Enero 2021

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de Bonos	AA ¹
Acciones	Primera Clase Nivel 2
Tendencia	Estable ²
EEFF base	30 de septiembre 2021

Estados de Resultados Consolidados IFRS						
M US\$	2016	2017	2018	2019	2020	Sep-21
Ingresos de actividades ordinarias	393.932	467.826	515.987	529.793	584.063	548.869
Costo de ventas	-291.281	-345.254	-366.442	-365.506	-396.001	-369.485
Gastos de administración	-61.858	-73.581	-74.811	-68.086	-77.576	-67.643
Resultado operacional	40.793	48.991	74.734	96.201	110.486	111.741
Participación en ganancias de asociadas	42.225	22.436	18.256	13.203	1.460	3.862
Costos financieros	-10.946	-15.617	-18.106	-20.316	-26.787	-22.159
Ganancia (Pérdida)	62.902	69.312	61.791	69.948	71.714	60.380
EBITDA	91.379	117.723	145.920	177.003	213.447	202.305

Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS						
M US\$	2016	2017	2018	2019	2020	Jun-21
Activos Corrientes	297.731	404.914	392.802	391.061	491.892	463.984
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	143.029	222.062	241.412	229.572	317.651	264.754
Activos No Corrientes	969.748	1.074.917	1.032.435	1.226.928	1.277.770	1.324.300
Total Activos	1.267.479	1.479.831	1.425.237	1.617.989	1.769.662	1.788.284
Pasivos Corrientes	144.596	164.949	130.263	196.096	251.650	280.176
Pasivos No Corrientes	258.352	393.063	374.607	593.145	665.134	668.880
Pasivos Totales	402.948	558.012	504.870	789.241	916.784	949.056
Patrimonio total	864.531	921.819	920.367	828.748	852.878	839.228
Patrimonio y Pasivos, Total	1.267.479	1.479.831	1.425.237	1.617.989	1.769.662	1.788.284
Deuda Financiera	269.135	356.485	334.115	580.754	699.109	721.714

¹ Clasificación anterior: Categoría AA-

² Tendencia anterior: Favorable.

Opinión

Fundamentos de la clasificación

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

SM-SAAM, de manera consolidada y considerando el período de un año a diciembre de 2020, alcanzó ingresos por US\$ 584,0 millones, una ganancia de US\$ 71,7 millones y un EBITDA de US\$ 213,4 millones, distribuido en un 52,5%, 42,0% y 5,5% en las áreas de administración de servicio de remolcadores, terminales portuarios y logística, respectivamente. Al tercer trimestre del 2021, la compañía tuvo ingresos consolidados por US\$ 548,8 millones, por su parte, la ganancia fue de US\$ 60,3 millones y el EBITDA ascendió a US\$ 202,3 millones. En ese mismo periodo, la deuda financiera fue de US\$ 721,7 millones, mientras el patrimonio se ubicó en US\$ 839,2 millones.

El cambio de clasificación de **SM-SAAM** desde "Categoría AA-" a "Categoría AA" se explica por su sostenido buen desempeño durante los últimos años, en línea con el plan estratégico de la compañía, mejorando su participación y crecimiento en todos sus segmentos de negocio favoreciendo, de esta manera, el acceso a economías de escala, la competitividad en los mercados donde opera, mayores rentabilidades y diversificación geográfica de sus negocios. Por otra parte, la compañía ha mantenido adecuados niveles de endeudamiento en relación con sus flujos, alcanzando a septiembre de 2021 un nivel de 4,8 veces, medido como deuda financiera sobre flujo de caja de largo plazo (FCLP³), el cual debiese continuar disminuyendo en los próximos periodos. Adicionalmente, los resultados de la compañía se han visto beneficiados a partir de 2017 por los planes de eficiencias y estandarización de operaciones llevados a cabo, permitiendo potenciar y optimizar los segmentos de negocio, y al mismo tiempo, reestructurando y rentabilizando aquellas operaciones que en el pasado mostraban pérdidas, lo que da cuenta de la buena gestión realizada por la actual administración.

Dentro de las principales fortalezas que dan sustento a la clasificación de la línea de bonos, se encuentra la sólida generación de flujos de caja de la empresa, dándole una posición de liquidez muy sólida que la capacita para resistir condiciones de importante *stress* financiero y económico superior a lo supuesto usualmente por **Humphreys** en sus análisis, tal como ha ocurrido en años recientes y durante pandemia. A juicio de la clasificadora, si bien hubo una disminución en la demanda por alguno de sus servicios, básicamente por mayor dificultad en la distribución, la empresa no tuvo impactos significativos, debido a que posee una buena diversificación en sus líneas de negocio y provee servicios considerados esenciales en la logística del comercio.

Otro aspecto positivo considerado en el proceso de clasificación es la dilatada experiencia del conjunto de empresas operativas del grupo, con más de 60 años de operaciones, lo cual le ha permitido generar un modelo de negocios con propensión a la diversificación de ingresos y flujos, tanto por segmentos como países, así como mejoras generadas por el nuevo modelo operacional, todo lo cual redundará favorablemente en su competitividad dentro de América, su zona de actividad.

³ El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

Relacionado con lo anterior, se reconoce particularmente la estabilidad del negocio de remolcadores con una persistente generación de flujos positivos, rubro en donde **SM-SAAM** se ubica como el mayor operador de América. Complementariamente, **Humphreys** valora el buen posicionamiento de la compañía en servicios aeroportuarios dentro de Sudamérica.

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, y que durante 2021 aumentó su participación desde un 52,20% hasta 59,73%. Finalmente, se tiene en cuenta que la sociedad, en particular por su experiencia y las nuevas oportunidades que se pueden presentar, tiene potencial de crecimiento para posicionarse en cualquiera de sus negocios, en especial en los países de América donde hoy no opera o lo hace con sólo algunas de sus tres líneas de negocios

Dentro de los elementos que restringen la clasificación asignada a **SM-SAAM**, figura el hecho que la compañía se desempeña en un rubro expuesto a las fluctuaciones del comercio y la economía mundial, lo que podría afectar el volumen de negocios y la generación de caja de la empresa. Sin embargo, se reconoce que en años recientes las fluctuaciones del mercado no han perjudicado a la estabilidad de los flujos de la compañía; es más, estos se han fortalecido al comenzar a consolidar a Saam Towage Brasil (2019) y a Aerosan (2020) e Intertug (2021).

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 la mayoría de 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).

Por su parte, 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.

La perspectiva de la clasificación se califica en "*Estable*", por cuanto en el mediano plazo no se visualizan cambios de relevancia ni en los riesgos que afectan a la compañía.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Fortaleza de la generación de EBITDA.

Fortalezas complementarias

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

Fortalezas de apoyo

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

Riesgos considerados

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

Hechos recientes

Resultados a septiembre de 2021

A septiembre 2021, los ingresos de **SM-SAAM** llegaron a US\$ 548,9 millones, lo que significó un aumento de 28,7% en relación con septiembre de 2020. Por áreas de negocios, las ventas de terminales portuarios, remolcadores y logística fueron de US\$ 207,3 millones, US\$ 251,0 millones y US\$ 91,6 millones, respectivamente, con variaciones de 11,3%, 21,5% y 161,1%, en el mismo orden.

Los costos de venta experimentaron un aumento de 27,9%, llegando a US\$ 369,4 millones, debido a la mayor actividad sumado a la consolidación de Aerosan e Intertug. De este modo, el margen bruto alcanzó a US\$ 179,3 millones, con una variación de 30,4%, con respecto al mismo periodo del año 2020.

Por su parte, los gastos de administración fueron de US\$ 67,6 millones, aumentando de ese modo en 22,1% y las otras ganancias fueron positivas por US\$ 1,7 millones, menor a los US\$ 4,6 millones del mismo periodo del año anterior. Con ello, el resultado operacional aumentó en 36,0% hasta alcanzar los US\$ 111,7 millones. Como consecuencia, el EBITDA llegó a US\$ 202,3 millones, 28,1% superior que el año anterior.

A septiembre de 2021, la empresa registró ganancias por \$ 60,3 millones y donde, el patrimonio alcanzó los US\$ 839 millones mientras que la deuda financiera de la compañía era de US\$ 722 millones.

Definición de 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.

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 aquellos instrumentos que presentan una alta probabilidad que su clasificación no presente variaciones a futuro.

Oportunidades y fortalezas

Fortaleza de la generación de caja

Durante el último período, el comercio mundial y el mercado de transporte marítimo han experimentado fuertes variaciones, debido a la crisis provocada por la pandemia. Sin embargo, en un escenario donde el mundo ha enfrentado una 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 creció 28,1% a septiembre de 2021, principalmente influenciado por la consolidación de Aerosan e Intertug a partir de octubre de 2020.

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

Diversificación geográfica y de operaciones

Las filiales de **SM-SAAM** realizan sus actividades a lo largo de toda América, desde Canadá hasta Chile, participando en mercados de elevado tamaño como el mexicano, el canadiense, el ecuatoriano, brasilero y chileno lo que le permite a la empresa una adecuada diversificación de ingresos y flujos en términos geográficos, en donde solo el 18% del EBITDA se genera en Chile. Por otro lado, en términos de actividades, la compañía ofrece servicios de terminales portuarios, remolcadores y logística, que en septiembre de 2021 representaron un 38%, 45% y 16% de los ingresos, respectivamente.

Experiencia de la entidad y fortaleza financiera y apoyo del controlador

Quiñenco S.A., controlador de **SM-SAAM**, alcanzaba un patrimonio de US\$ 11.691 millones⁴ al 30 de septiembre de 2021, siendo uno de los grupos económicos más importantes de Chile.

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

Durante 2021, Quiñenco aumentó su participación en la propiedad de **SM-SAAM** desde un 52,2% a un 59,73%.

Por su parte, **SM-SAAM** fue creada en 1961, por lo tanto, posee una trayectoria de más de 60 años en las actividades relacionadas al comercio exterior en los servicios de naves y carga. Su importante experiencia en Chile y en el exterior en la actividad de administración de terminales portuarios (bajo diversas regulaciones y tipos de

⁴Tipo de cambio utilizado a septiembre de 2021: \$ 811,90/US\$.

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.

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

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

Liderazgo en remolcadores

En la actualidad, **SM-SAAM** opera con un total de 180 remolcadores a lo largo de toda América y en más de 75 puertos dentro de trece países, siendo la compañía de mayor tamaño de este mercado en el continente y una de las más importantes a nivel mundial.

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

Potencial de crecimiento

Si bien la empresa ha logrado una mayor diversificación, tanto con la oferta de nuevos servicios como con la entrada a nuevos países, la empresa tiene aún la posibilidad de continuar creciendo. En efecto, la experiencia de **SM-SAAM** en la administración de puertos en el exterior y, en particular, en Chile le permite competir en nuevas licitaciones de puertos en el exterior. Así mismo, su negocio de remolcadores, siendo uno de los principales operadores a nivel mundial, podría seguir creciendo en 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 remolque 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 se pudo apreciar en parte durante el periodo 2020, así como por el proceso de consolidación de las compañías navieras, que signifique la llegada de un menor número de buques a los puertos, lo cual, en definitiva, puede afectar el nivel de las actividades de las filiales de **SM-SAAM**.

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

Competencia

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

Obsolescencia tecnológica e inversiones futuras

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

Término de concesiones portuarias y de remolcadores

Salvo algunos puertos privados, las concesiones de administración de terminales portuarios y de servicio de remolcadores en los que participa la compañía tienen plazos fijos de término, y si bien algunas de ellas cuentan con la posibilidad de extensión (San Antonio Terminal Internacional extendida hasta el 2030 y el 2026 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 **SM-SAAM** como dividendos, y que la experiencia de la empresa en este segmento le permite participar en nuevas licitaciones y re-licitaciones.

Regulaciones locales

Considerando la diversidad de países en los que opera (catorce en total), **SM-SAAM** se desenvuelve en un sector productivo con una elevada cantidad y variedad de regulaciones, lo que afecta tanto la forma de operación como las perspectivas del negocio. En efecto, las regulaciones incluyen la forma en que 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). Si bien la moneda funcional de **SM-SAAM** es el dólar americano, la gran mayoría de sus ingresos son percibidos en dólares americanos, mientras que parte de los costos están en moneda local, atenuando en cierta medida esta volatilidad.

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

Antecedentes generales

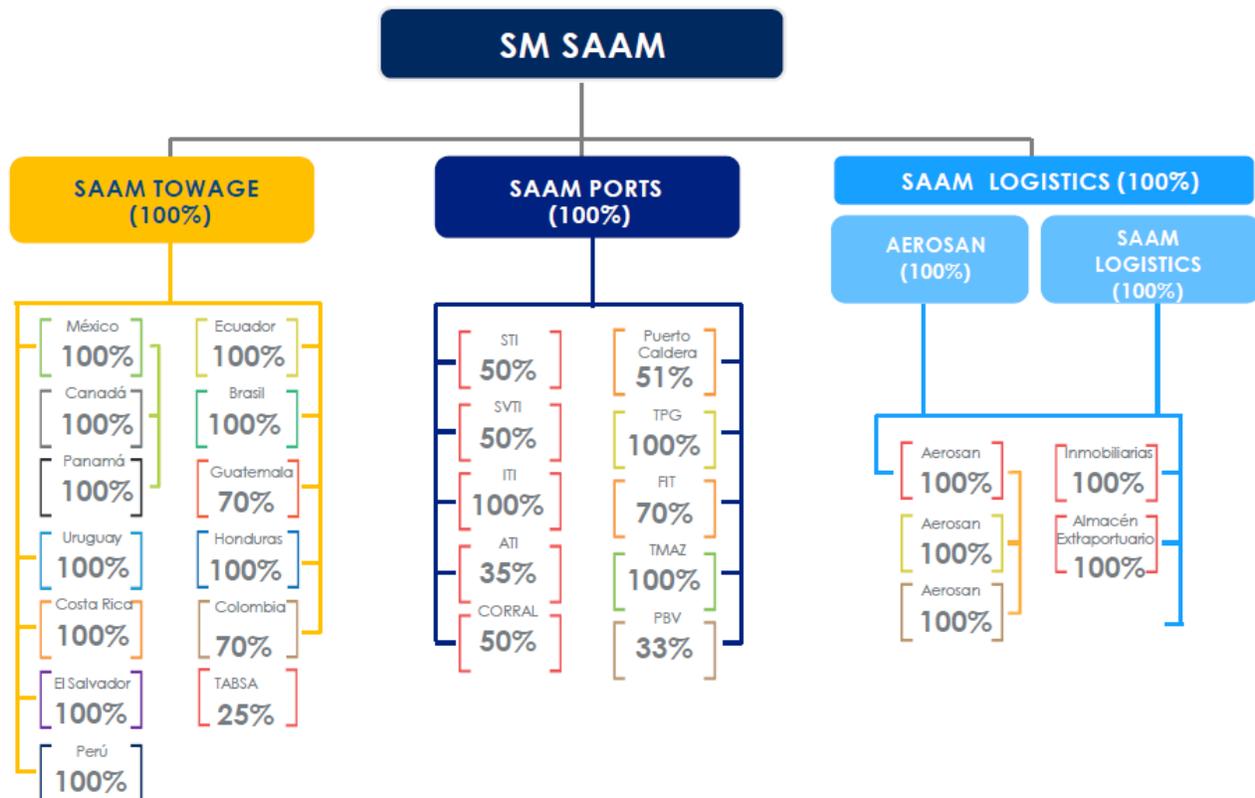
La compañía

SM SAAMS.A. nació en 2012 tras la división Compañía Sud Americana de Vapores (CSAV) y en la actualidad opera a través de sus tres áreas de negocios, tanto en Chile como en el extranjero: en América del Norte (Canadá, México y EEUU (Florida)), América Central (Panamá, Guatemala, Honduras, El Salvador y Costa Rica) y América del Sur (Colombia, Ecuador, Brasil, Uruguay y Perú).

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

La compañía es controlada por el grupo Luksic, a través de Quiñenco S.A. y filiales de ésta, la que aumentó su participación en la propiedad de **SM-SAAM** desde un 52,2% a un 59,73%.

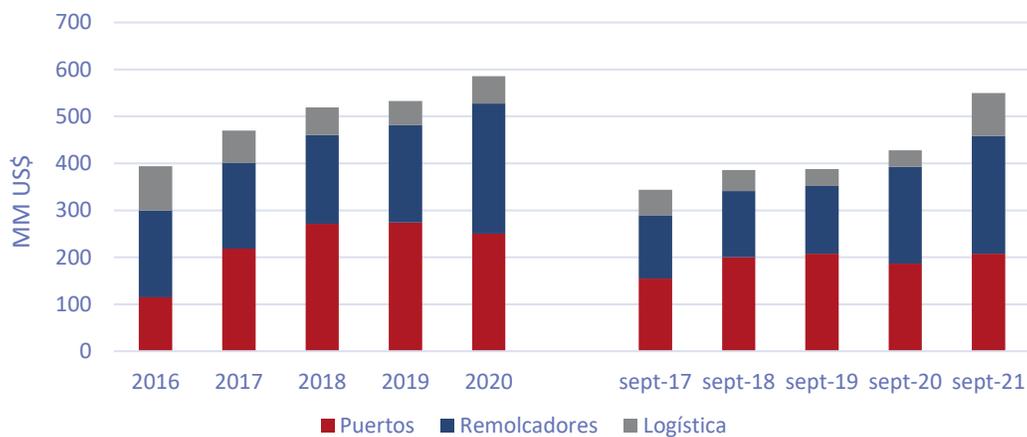
Malla societaria



Composición de los flujos

La distribución de los ingresos durante los tres primeros trimestres del año 2021, en terminales portuarios, remolcadores y logística aportaron un 37,7%, 45,6% y 16,7%, respectivamente. A diciembre 2020, la cifra es de 42,7%, 47,3% y 10,0% de las ventas, respectivamente. Por su parte, las contribuciones al EBITDA fueron a septiembre de 2021, en ese mismo orden, de 36,7%, 50,2% y 13,1%, como se aprecia en el siguiente gráfico:

Ilustración 1
Estructura de ingresos
2016 – sep 2021



En términos de EBITDA la evolución se muestra a continuación:

Ilustración 2
Estructura de EBITDA
2016 – sep 2021



La composición de ventas y EBITDA, por área, ha ido cambiando a lo largo de los años, en la medida que se han expandido las operaciones a nuevos países o ha aumentado la escala, lo que ha implicado que puertos y remolcadores hayan ido ganando en aporte, tanto en términos de ventas como de EBITDA, especialmente por su mayor cobertura geográfica en comparación con logística. En el año 2016 y 2017 se puede apreciar cómo la baja en el dinamismo económico global y los cambios en el rubro marítimo han afectado tanto las ventas como el EBITDA de la división de logística, pero con una recuperación posterior a esa fecha.

Líneas de negocio

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:

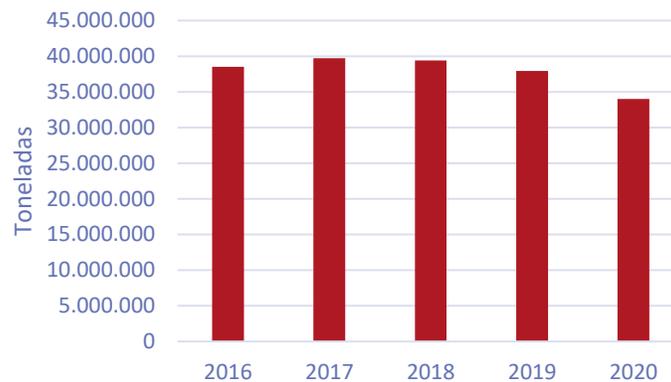
Terminales Portuarios (SAAM Ports)

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

Empresa	Ubicación	Participación SAAM en propiedad	Fin de la Concesión (opción de prórroga)
Iquique Terminal Internacional	Iquique, Tarapacá, Chile	100%	2030
Antofagasta Terminal Internacional	Antofagasta, Antofagasta, Chile	35%	2033
San Antonio Terminal Internacional	San Antonio, Valparaíso, Chile	50%	2030
San Vicente Terminal Internacional	San Vicente, Biobío, Chile	50%	2029
Portuaria Corral	Corral, Valdivia, Chile	50%	Puerto privado
Florida Terminal Internacional	Ft. Lauderdale, Florida, EE.UU.	70%	2025 (+5 años + 5 años)
Terminal Portuario de Guayaquil	Guayaquil, Ecuador	100%	2071 (puerto privado)
Terminal Marítima Mazatlán	Mazatlán, Sinaloa, México	100%	2032 (+12 años)
Puerto Buenavista	Cartagena de Indias, Colombia	33%	2047 (puerto privado)
Puerto Caldera	Caldera, Costa Rica	51%	2026

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

Ilustración 3
Evolución de toneladas movilizadas
2016 – 2020



De los puertos chilenos presentados en el listado anterior, SAAM Ports consolida solamente a la empresa ITI (puerto de Iquique), mientras que el resto corresponde a negocios conjuntos. En el extranjero, consolida todos los terminales que opera (en Guayaquil, Florida y Mazatlán y Costa Rica). Las toneladas movilizadas disminuyeron en 2020 un 10,4% en comparación con el año 2019, básicamente a una menor demanda durante la pandemia.

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

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

El Terminal Portuario de Guayaquil se especializa en el manejo de contenedores, estiba y desestiba, y almacenamiento de contenedores y carga en general, entre ellas plátanos, camarones, cacao. Es privado y su concesión se inició en julio de 2006 hasta el año 2071.

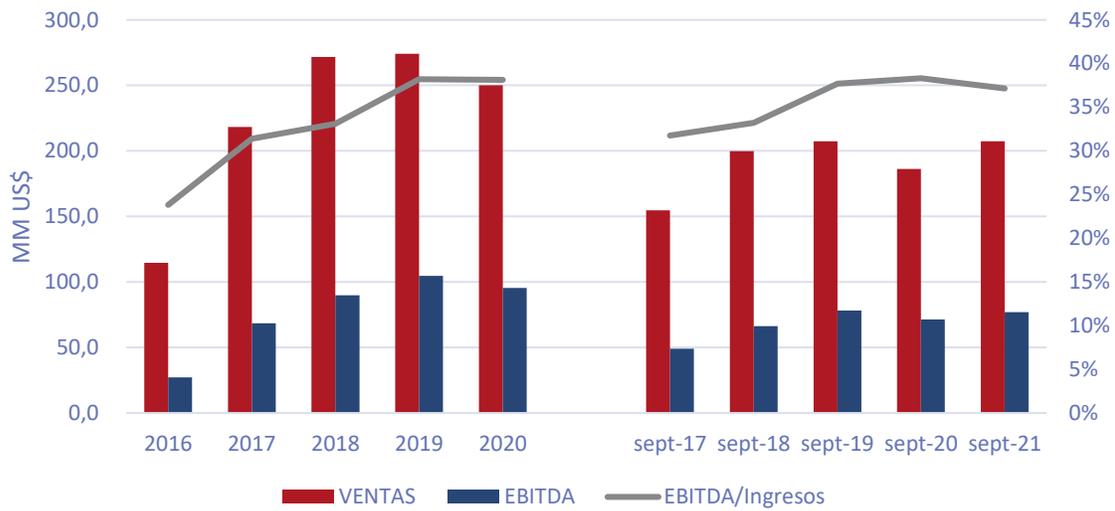
Desde noviembre de 2012, SAAM Ports opera un terminal portuario con seis muelles, Terminal Marítima Mazatlán, ubicado en la costa oeste de México, en el estado de Sinaloa, región productora de granos y hortalizas que cuenta con redes de carreteras y ferrocarril que le otorgan gran conexión con el resto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

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

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

El siguiente gráfico muestra la evolución del ingreso y EBITDA consolidado del área de terminales portuarios de SM-SAAM (SAAM Ports⁵), los flujos presentan un aumento a medida que se incorporan nuevos puertos (aquellos consolidados en la contabilidad) y que estos van madurando. A septiembre de 2021, se aprecia, tanto en su nivel de ingresos como en el EBITDA, que ya se ha recuperado la caída exhibida en el año 2020 (respecto 2019), creciendo 11,3% y 7,9%, respectivamente, producto de la evolución que han mostrado los mercados, posterior a la crisis sanitaria.

Ilustración 4
Evolución ingresos y EBITDA – Área terminales portuarios
2016 – sept 2021



⁵ En esta compañía el segmento portuario exhibe un indicador EBITDA/Ingresos en torno a un 37,2% a septiembre de 2021.

Remolcadores (SAAM)

SAAM Towage es una de las mayores empresas de remolcadores de América y de los principales operadores a nivel global, en términos del tamaño de flota. A septiembre de 2021 cuenta con 180 remolcadores y operaciones en más de 75 puertos de América.

Durante 2019, la compañía adquirió la propiedad en las operaciones conjuntas con Boskalis en Brasil, México, Panamá y Canadá, adquiriendo el control del 100% de las operaciones en estos países agrupándolas bajo la marca SAAM Towage, la cual ya comienza a evidenciar resultados.

Adicionalmente, la compañía, durante el 2020, suscribió un acuerdo para adquirir el 70% de las acciones de Intertug, empresa colombiana con más de 25 años en la industria de remolcadores y con operaciones en Colombia, México y Centroamérica, que a 2019 mostraba una facturación cercana a los US \$ 44 millones.

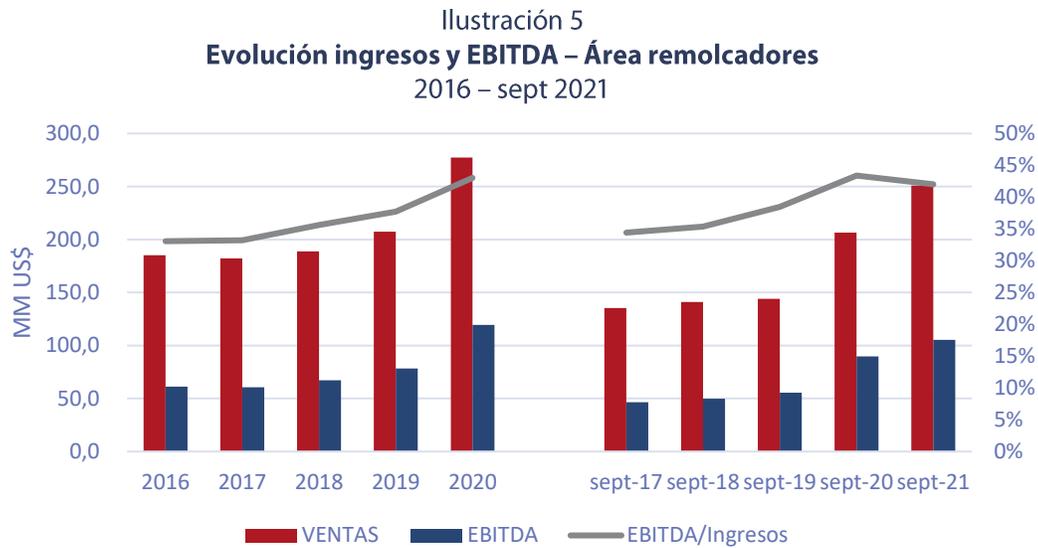
Esta área de **SM-SAAM** presta servicios de atraque y desatraque de naves en los puertos, principalmente a las de mayor tamaño, además de remolcaje, salvataje y servicios offshore. Hoy tiene operaciones en la mayoría de los países con costa a lo largo de América como en Brasil, Chile, México, Panamá, Canadá, y Colombia y, en menor medida, en Uruguay, Costa Rica, Guatemala, Honduras, El Salvador y Perú.

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

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

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

A continuación, se muestra la evolución de los ingresos y EBITDA⁶ provenientes de este segmento:



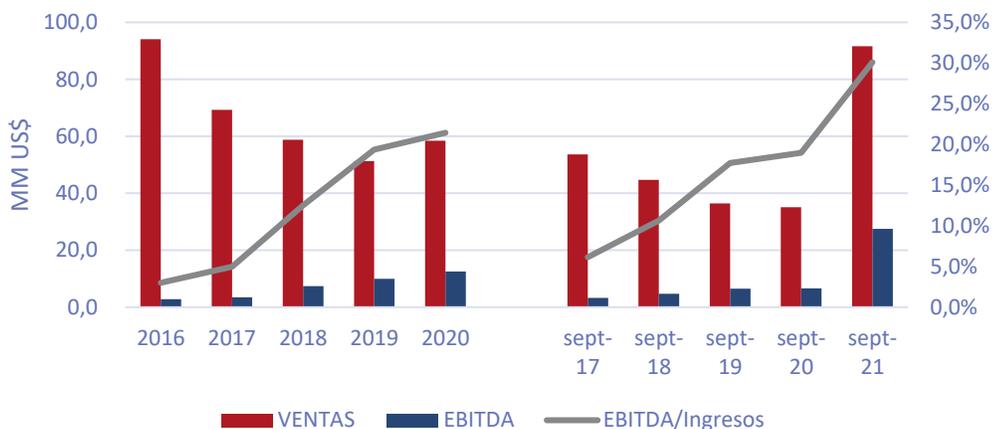
⁶ En esta compañía el segmento remolcadores exhibe un indicador EBITDA/Ingresos en torno a un 42,0% a septiembre de 2021.

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

Esta área de negocios de **SM-SAAM** incluye, tanto a importadores como exportadores, servicios de almacenaje⁷, 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, durante 2020, logró un acuerdo para adquirir acciones de Servicios Aeroportuarios Aerosán S.A, quedando con el 100% de la propiedad de Servicios Aeroportuarios Aerosán S.A. (negocio conjunto con American Airlines dedicado a la entrega de servicios en el Aeropuerto Internacional de Santiago, Quito y principales de Colombia); también la compañía tiene participación en la coligada Servicios Portuarios Reloncaví Ltda. (50% de la propiedad, servicios relacionados a la carga a granel). La evolución de las ventas y EBITDA del sector se muestra en el siguiente gráfico:

Ilustración 6
Evolución ingresos y EBITDA – Área logística
2016 – sept 2021



Es importante mencionar que existen algunas empresas filiales en el sector de logística que fueron cerradas como parte de la reciente estrategia de negocio implementada por la compañía. Al margen del proceso de reestructuración del área logística, los resultados a septiembre de 2021 muestran un incremento en los ingresos de la compañía con respecto al mismo periodo del año 2020, debido a la consolidación de los resultados de Aerosan, los que se incorporaron a partir de noviembre del 2020; aun así, este rubro no representará una porción relevante de los ingresos de la compañía. Asimismo, a septiembre de 2021 ha mostrado un aumento en el EBITDA, alcanzando US\$ 27,6 millones (US\$ 6,7 a septiembre de 2020).

⁷ 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.

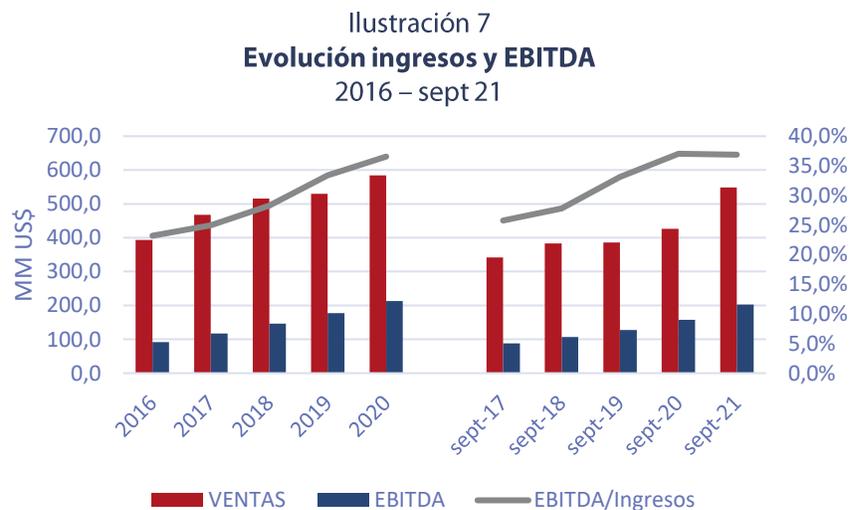
Análisis financiero⁸

A continuación, se muestra un análisis de la situación financiera de la compañía a partir del año 2016.

Evolución de los ingresos, EBITDA y márgenes

A partir de 2017 se observa un alza en los ingresos producto de la incorporación de Puerto Caldera, al crecimiento del puerto Guayaquil y a la adquisición de Boskalis. Durante el periodo 2020, a pesar de la crisis sanitaria, los ingresos no cayeron, situándose en el nivel más alto de los últimos cinco ejercicios anuales. A septiembre de 2021, los ingresos y resultados continuaron al alza, lo que se debe, principalmente, a la consolidación de sus inversiones en Aerosan e Intertug.

Una de las características que ha mostrado la generación de flujos de la empresa, al medirla como la tasa de EBITDA a ingresos, es su tendencia al alza. En efecto, entre 2016 y 2018, este indicador fluctuó por debajo de un 30%, con una tendencia al alza. El indicador ha aumentado en el último año, en parte por una mayor eficiencia operativa de los remolcadores, así como por al crecimiento en este segmento y en los terminales portuarios y la consolidación del área logística; así a septiembre 2021, a nivel consolidado, la relación EBITDA/Ingresos fue de 36,9%.



⁸ Para efectos de comparación histórica, las cifras han sido corregidas a pesos del último período. Para los indicadores de flujo se ha utilizado el año móvil a marzo de 2021.

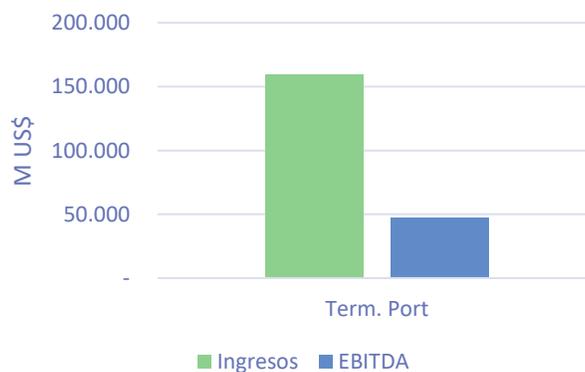
Medido interanualmente, se observa que tanto el margen de explotación como el margen operacional, muestran, desde una perspectiva de mediano plazo, cierta tendencia al alza.

Ilustración 8
Evolución de los márgenes
2016 – sept 21



Un elemento que no hay que perder de vista dentro del análisis de ingresos de la compañía es la existencia de varias coligadas (participación entre 25% y 50% en su propiedad), las que implican la recepción de dividendos, aunque cada vez con menor importancia, debido a que la compañía ha comenzado a consolidarlas dentro de los terminales portuarios⁹. En el siguiente gráfico, figuran los ingresos y EBITDA totales de las coligadas de **SM-SAAM**¹⁰:

Ilustración 9
Coligadas
Sept 2021



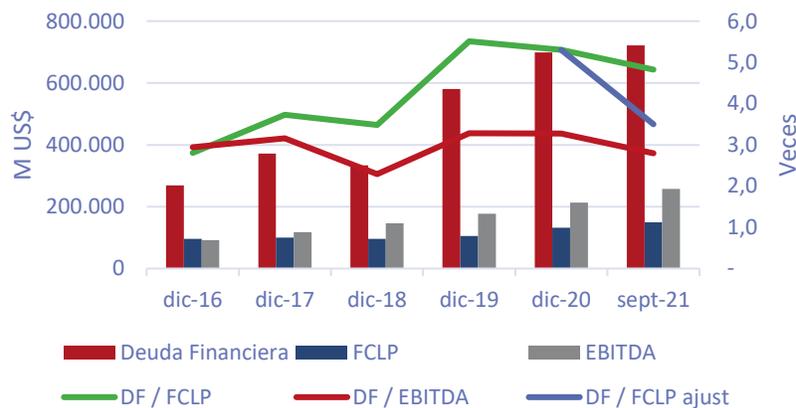
⁹ Durante el periodo 2020, el área de remolcadores, debido a la adquisición de distintas compañías, comenzó a consolidar resultados. Y a partir del periodo 2021, el área de logística comenzó a consolidarlos de la misma manera.

¹⁰ Entendiendo que la compañía podría recibir entre el 30% y 100% de las utilidades de sus coligadas, dependiendo de su política de dividendos.

Evolución del endeudamiento

El endeudamiento de **SM-SAAM** han subido paulatinamente desde el año 2016; actualmente la deuda financiera tuvo un crecimiento de un 3,2% con respecto a diciembre de 2020, sin embargo, el EBITDA lo hizo en un 20,8%, así como lo hizo el FCLP en un 13,4%, como consecuencia de la consolidación de las inversiones antes realizadas. A septiembre de 2021, el índice DF sobre FCLP¹¹ alcanzó las 4,8 veces, inferior a lo exhibido en el mismo periodo de 2020 donde estaba en torno a las 5,3 veces. Sin embargo, al ajustar la rentabilidad futura de la compañía, directamente relacionada con las inversiones hechas, este indicador se sitúa en torno a las 3,5 veces. Por otro lado, el indicador DF sobre EBITDA a septiembre de 2021 alcanzó un valor de 2,8 veces, por debajo de lo exhibido en septiembre de 2020 donde fue de 3,3 veces.

Ilustración 10
Evolución del endeudamiento
2016 – sept 21



¹¹ El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

Con respecto a los compromisos financieros de **SM-SAAM**, estos alcanzan US\$ 616 millones destacando que, de acuerdo con la estructura de esta deuda, la generación de EBITDA actual sería suficiente para cubrir los vencimientos anuales del emisor, y al realizar el ajuste al FCLP con respecto a la rentabilidad de largo plazo de la compañía, cubriría los vencimientos en todos sus periodos.

Ilustración 11
Perfil de vencimientos
 2021 – 2027+



Evolución de la liquidez

En cuanto a la liquidez de la compañía, medida como razón circulante¹², se puede ver que **SM-SAAM** ha mantenido valores de liquidez elevados en los últimos periodos, llegando a 2,0 veces a diciembre de 2020 y a 1,7 veces a septiembre de 2021. Esto es posible verlo en el gráfico a continuación:

Ilustración 12
Evolución de la liquidez
2016 – sept 21



¹² Razón circulante = activos corrientes/pasivos corrientes.

Evolución de la rentabilidad

Tanto la rentabilidad del activo como del patrimonio han exhibido un comportamiento variable en el tiempo con una clara tendencia al alza, a diferencia de la rentabilidad del activo que muestra una cierta estabilidad durante el periodo analizado.

A septiembre de 2021 la rentabilidad operacional, del patrimonio y del activo exhiben valores de 11,1%, 10,7% y 5,2%, respectivamente.

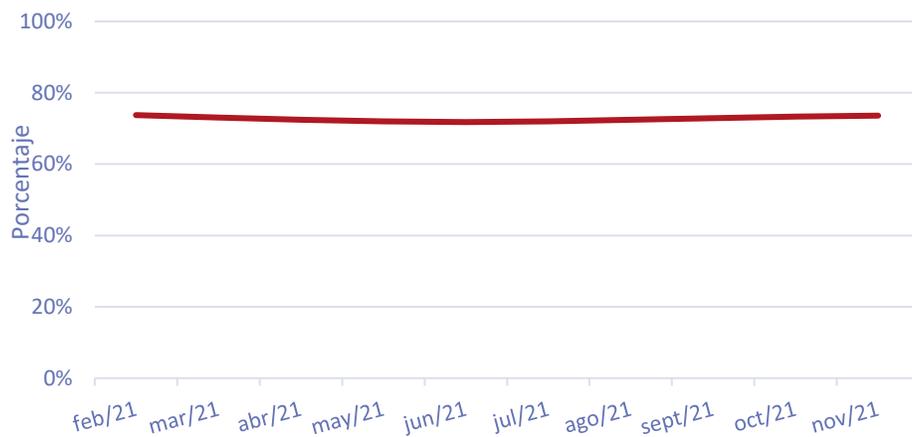
Ilustración 13
Evolución de la rentabilidad
2016 – sept 21



Indicadores de los títulos accionarios

A continuación, se presenta el comportamiento de las acciones de la compañía a noviembre de 2021, en términos de presencia promedio la cual a esa fecha alcanza un 72,7%.

Ilustración 14
Presencia promedio
feb 2021 – nov 2021



Ratios financieros

Ratios Financieros						
Ratios de liquidez	2016	2017	2018	2019	2020	Sept 2021
Liquidez (veces)	1,67	1,69	1,75	1,86	1,99	1,97
Razón Circulante (Veces)	2,06	2,43	3,02	1,99	1,95	1,66
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	1,95	2,38	2,93	1,95	1,92	1,62
Razón Ácida (veces)	1,96	2,35	2,92	1,91	1,89	1,58
Rotación de Inventarios (veces)	15,67	19,83	22,21	19,62	18,31	19,44
Promedio Días de Inventarios (días)	23,30	18,41	16,44	18,61	19,94	18,77
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	4,85	6,36	6,95	6,17	6,61	6,32
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	75,24	57,41	52,54	59,20	55,18	57,72
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	7,37	8,29	8,14	6,83	5,84	6,84
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	49,55	44,04	44,83	53,45	62,52	53,36
Diferencia de Días (días)	-25,70	-13,37	-7,70	-5,75	7,34	-4,36
Ciclo Económico (días)	-48,99	-31,78	-24,14	-24,36	-12,60	-23,13

Ratios de endeudamiento	2016	2017	2018	2019	2020	Sept 2021
Endeudamiento (veces)	0,32	0,39	0,35	0,49	0,52	0,53
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	0,47	0,63	0,55	0,95	1,07	1,13
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,56	0,41	0,35	0,33	0,38	0,42
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	2,95	3,16	2,29	3,28	3,28	2,80
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,34	0,32	0,44	0,30	0,31	0,36
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	66,79%	64,75%	66,18%	73,58%	76,26%	76,05%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	0,30%	0,08%	0,07%	0,17%	0,05%	0,02%
Veces que se gana el Interés (veces)	6,80	7,28	4,59	4,89	3,71	4,28

Ratios de rentabilidad	2016	2017	2018	2019	2020	Sept 2021
Margen Bruto (%)	27,17%	25,98%	28,98%	31,01%	32,20%	32,54%
Margen Neto (%)	15,97%	14,50%	11,98%	13,20%	12,28%	12,58%
Rotación del Activo (%)	31,08%	31,44%	36,20%	32,74%	33,00%	39,51%
Rentabilidad Total del Activo (%) *	5,15%	4,97%	4,27%	4,65%	4,28%	5,22%
Rentabilidad Total del Activo (%)	5,06%	4,92%	4,24%	4,60%	4,23%	5,19%
Inversión de Capital (%)	55,31%	53,59%	52,62%	88,93%	93,08%	100,61%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	2,57	1,96	1,97	2,72	2,43	3,84
Rentabilidad Operacional (%)	5,39%	5,74%	8,43%	9,60%	9,15%	11,12%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	7,43%	7,63%	6,74%	8,00%	8,53%	10,71%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	59,99%	59,11%	57,22%	53,74%	50,17%	50,79%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	72,83%	74,02%	71,02%	68,99%	67,80%	67,46%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	16,82%	15,73%	14,50%	12,85%	13,28%	12,71%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	4,82%	5,39%	8,15%	11,00%	13,14%	16,87%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	23,20%	25,16%	28,28%	33,41%	36,55%	36,49%

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