



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

## Nueva Emisión

Analista

Carlos Ebensperger H.

Tel. (56-2) 433 5200

carlos.ebensperger@humphreys.cl

## Sociedad Matriz SAAM S.A.

Febrero 2012

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16°  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01  
[ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl)  
[www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl)

**Categorías de riesgo**

Tipo de instrumento	Categoría
<b>Acciones</b>	Primera Clase Nivel 4
<b>Tendencia</b>	En Observación
<b>Solvencia</b>	"AA-"
<b>Tendencia</b>	Estable
<b>Otros Instrumentos</b>	No hay
<b>EEFF base</b>	Diciembre de 2011

**Estado de Resultados Consolidados IFRS, SAAM<sup>1</sup>**

Miles US\$	2009	2010	2011
Ingresos de actividades ordinarias	277.688	361.314	425.841
Costo de ventas	-205.409	-271.761	-316.446
Gastos de administración	-35.160	-45.748	-51.894
Resultado operacional <sup>2</sup>	37.119	43.805	57.501
Participación en ganancias de asociadas	19.399	22.956	25.652
Costos financieros	-5.803	-6.407	-9.537
Ganancia (Pérdida) <sup>3</sup>	44.918	55.717	63.764
EBITDA <sup>4</sup>	60.096	79.611	89.295

**Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS, SAAM**

Miles US\$	31-12-2009	31-12-2010	31-12-2011
Activos Corrientes	139.379	187.355	191.230
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	43.937	66.479	43.770
Activos No Corrientes	568.788	663.473	703.625
<b>Total Activos</b>	<b>708.167</b>	<b>850.828</b>	<b>894.855</b>
Pasivos Corrientes	62.907	87.977	94.867
Pasivos No Corrientes	131.770	181.293	188.199
Pasivos Totales	194.677	269.270	283.066
Patrimonio total	513.490	581.558	611.789
<b>Patrimonio y Pasivos, Total</b>	<b>708.167</b>	<b>850.828</b>	<b>894.855</b>
Deuda Financiera	102.836	155.356	169.432

<sup>1</sup> Sudamericana, Agencias Aéreas y Marítimas S.A., activo esencial de Sociedad Matriz SAAM S.A.

<sup>2</sup> Ingresos de actividades ordinarias + Costo de ventas + Gastos de administración.

<sup>3</sup> Incluye Ganancia Atribuible a Participación Minoritaria.

<sup>4</sup> Resultado Operacional + Gasto por Depreciación + Gasto de Amortización.

<b>Estado de Resultados Consolidados PCGA, SAAM</b>				
<b>Miles US\$</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	
Ingresos de Explotación	217.402	268.069	312.967	
Costo de Explotación	-164.533	-195.450	-227.696	
Gastos de Administración y Ventas	-29.519	-32.920	-38.287	
Resultado de Explotación	23.350	39.699	46.984	
Resultado Fuera de Explotación	20.915	40.524	33.797	
Utilidad inversiones empresas relacionadas	19.604	30.975	30.874	
Gastos financieros	-3.674	-4.449	-3.941	
Utilidad (Pérdida) del Ejercicio	40.349	69.011	66.332	
EBITDA	39.476	57.752	65.820	

<b>Balance General Consolidado PCGA, SAAM</b>				
<b>Miles US\$</b>	<b>31-12-2006</b>	<b>31-12-2007</b>	<b>31-12-2008</b>	
Activo Circulantes	102.558	192.081	104.813	
Activo Fijo	206.880	211.586	259.816	
Otros Activos	179.971	219.258	233.717	
<b>Total Activos</b>	<b>489.409</b>	<b>622.925</b>	<b>598.345</b>	
Pasivo Circulante	42.416	91.167	52.728	
Pasivo Largo Plazo	106.908	110.750	90.587	
Total Pasivos	149.323	201.917	143.314	
Interés Minoritario	9.581	9.730	10.234	
Patrimonio Total	330.504	411.279	444.797	
<b>Total Patrimonio y Pasivos</b>	<b>489.409</b>	<b>622.925</b>	<b>598.345</b>	
Deuda Financiera	32.870	40.686	36.520	

## Opinión

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

**SM-SAAM** fue constituida como empresa el 15 de febrero de 2012 a consecuencia de la división de Compañía Sudamericana de Vapores S.A. (CSAV). El controlador de **SM-SAAM**, es la empresa Quiñenco S.A., a través de distintas sociedades. Cabe destacar que **SM-SAAM** no se constituye como codeudor solidario de los títulos de deuda emitidos de CSAV, según modificación a los contratos de emisión de bonos aprobada en junta de tenedores de bonos el 29 de noviembre de 2011.

A la fecha, el principal y único activo de **SM-SAAM** es el 99,99% de las acciones de SAAM, por lo tanto sus riesgos y fortalezas están estrechamente ligados a esta filial; además, la empresa no mantiene deuda financiera. Dado lo anterior, el análisis y evaluación se ha centrado en la filial SAAM, por cuanto, a juicio de **Humphreys**, las conclusiones obtenidas son representativas y válidas para su matriz.

En 2011 SAAM alcanzó ingresos por US\$ 425,8 millones, una ganancia de US\$ 63,8 millones y un EBITDA de US\$ 89,3 millones, este último indicador aportado por las áreas de administración de terminales portuarios, servicio de remolcadores y logística en un 22,7%, 51,3% y 26%, respectivamente. Su deuda financiera al 31 de diciembre de 2011 era de US\$ 169,4 millones, para un patrimonio de US\$ 611,8 millones a la misma fecha.

Dentro de las principales fortalezas que dan sustento a la clasificación de solvencia de **SM-SAAM** en "Categoría AA-" y de sus títulos accionarios en "Primera Clase Nivel 4" 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 contracción pequeña y en particular una muy alta estabilidad en su margen EBITDA a ingresos. También se reconoce que, por al menos los últimos seis años, la compañía ha presentado un bajo nivel de endeudamiento relativo (deuda financiera sobre EBITDA menor a dos veces), siendo incluso capaz de enfrentar un endeudamiento relativo mayor, a la luz de la estabilidad exhibida por sus operaciones.

Otra fortaleza considerada en el proceso de clasificación es la importante experiencia adquirida por el grupo, lo que es reflejo de sus más de 50 años de operaciones, de su conocimiento del sistema chileno de concesiones portuarias y de la diversificación de sus ingresos y flujos por segmentos y por países, todo lo cual le permite competir frente a otros operadores de servicios marítimos, a la vez de continuar expandiéndose a lo largo de América, en particular en aquellos países en los que no desarrolla totalmente las tres áreas de su negocio tradicional.

Relacionado con lo anterior, se reconoce particularmente el liderazgo de la compañía en el servicio de remolcadores en América, donde es el líder de mercado, siendo además la cuarta empresa a nivel mundial en

términos de tamaño. Complementariamente, la estabilidad del negocio de administración de terminales portuarios constituye una importante fortaleza para la empresa en términos de generación de flujos de caja.

Asimismo, la clasificación reconoce la solvencia, experiencia, y apoyo técnico y 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 empresa, en particular por su experiencia y las nuevas oportunidades que se pueden presentar, tiene un potencial de crecimiento de sus negocios, en especial en los países de América en que actualmente no opera o lo hace con sólo algunas de sus tres líneas de negocios.

Por el contrario, dentro de los elementos que restringen la clasificación asignada a **SM-SAAM** se encuentra el que la compañía se desempeñe en un rubro, como lo es el transporte marítimo de carga, que se ve expuesto a las fluctuaciones del comercio y de la economía mundial, lo que puede afectar el volumen de negocios y la generación de caja de la empresa, aunque se reconoce que en años recientes las fluctuaciones de SAAM no han sido de gran cuantía (dado la magnitud de la crisis mundial). Otro factor que puede afectar las actividades de la compañía es el nivel de competencia, en sus tres segmentos, lo que podría verse incrementado con la llegada de operadores globales.

Un elemento adicional que afecta la competitividad de los negocios de SAAM es el cambio tecnológico, tanto en las naves que deben ser asistidas como de los equipos necesarios para desarrollar sus faenas en el segmento puertos, remolcadores y logística, obligando a la empresa a realizar las inversiones necesarias para permanecer competitiva.

Por otra parte, se considera como factor que afecta la generación de caja de la empresa el término de las concesiones de los terminales portuarios, en particular de aquellos que son consolidados por SAAM, por cuanto corresponden a concesiones de plazo fijo, algunas con posibilidad de extensión, y que por tanto tarde o temprano caducarán, misma situación que ocurre con los remolcadores en los países en que la compañía tiene concesiones de prestación de este servicio.

También se ha considerado como riesgo la variedad de legislaciones, nacionales e internacionales, que regulan los tres segmentos de negocios, y la multiplicidad de empresas filiales, coligadas y por tanto de monedas con que la empresa desarrolla sus negocios, y que puede complejizar las operaciones de la empresa, en particular por efectos de descalce de divisas, que en todo caso son atenuadas con instrumentos derivados.

Finalmente, se ha considerado en el proceso de clasificación de riesgo el nivel de inversiones futuras proyectadas por SAAM para aumentar su volumen de negocios, con una cartera de proyectos por US\$ 2.850 millones en el lapso 2012-2016, sobre todo destinadas al rubro de terminales portuarios (US\$ 2.000 millones<sup>5</sup>). Al respecto, **Humphreys** espera que para mantener la clasificación actual la empresa mantenga

<sup>5</sup> Los US\$ 2.000 corresponden a licitaciones portuarias en las que la empresa espera participar, por lo tanto la materialización de la inversión está sujeta a la adjudicación de dichos proyectos a SAAM.

un nivel de endeudamiento relativo, medido como deuda financiera a EBITDA, de máximo 3,2 veces, más allá de variaciones particulares y no sostenidas en la deuda financiera.

A futuro, la clasificación de solvencia de **SM-SAAM** podría aumentar en la medida que se incremente la escala de los negocios de SAAM, traduciéndose lo anterior en que disminuya el nivel de endeudamiento financiero relativo medido sobre la generación de flujos. Del mismo modo, se espera que para que conserve su clasificación no se supere el límite de endeudamiento financiero relativo anteriormente establecido. Por su parte, la clasificación de los títulos accionarios del emisor se vería beneficiada en la medida que, una vez iniciadas sus transacciones, se observe un nivel de presencia bursátil promedio mayor al 20% en doce meses.

La tendencia de la clasificación de acciones de **SM-SAAM** se ha establecido *"En Observación"* en atención a que aún no existen transacciones de ellas en la Bolsa de Comercio de Santiago, no pudiendo verificarse por tanto su nivel de presencia bursátil.

## Hechos recientes

### Resultados 2011

En 2011, los ingresos consolidados de SAAM llegaron a US\$ 425,8 millones, lo que significó un aumento de 17,9% en relación a 2010. Por áreas de negocio, las ventas de terminales portuarios, remolcadores y logística fueron de US\$ 88,4 millones, US\$ 166,5 millones y US\$ 170,9 millones, respectivamente, con incrementos de 18,6%, 16,7% y 18,6%, en el mismo orden.

Los costos de venta consolidados experimentaron un incremento de 16,4% (aumento menor que el de los ingresos), llegando a US\$ 316,4 millones. De este modo, el margen bruto alcanzó a US\$ 109,4 millones, con un crecimiento de 22,2% y pasando del 24,8% al 25,7% de las ventas totales.

Por su parte, los gastos de administración fueron de US\$ 51,9 millones, creciendo de ese modo en 13,4%. Con ello, el resultado operacional se elevó en 31,3%, hasta US\$ 57,5 millones, con lo que, como proporción de las ventas, alcanzó a 13,5%, contra 12,1% un año atrás.

La participación en ganancias de asociadas de 2011 llegó a US\$ 25,7 millones, con un crecimiento de 11,7%. La ganancia del ejercicio, reflejando la mejoría operacional ya descrita, creció en 14,4%, mientras que el EBITDA se expandió a una tasa de 11,2% hasta US\$ 89,3 millones. En este último indicador, el EBITDA para los segmentos de terminales portuarios, remolcadores y logística alcanzó a US\$ 20,3 millones (incremento de 7%), US\$ 45,8 millones (aumento de 9,6%) y US\$ 23,3 millones (expansión de 23,1%), respectivamente.

En el área de terminales, SAAM obtuvo incrementos en Fort Lauderdale y Guayaquil por el mayor volumen de teus movilizados y de naves atendidas, con una disminución en Iquique (por paro y reparaciones). En el segmento de remolcadores, la mayor actividad y resultados se debieron principalmente al incremento en el número de operaciones a lo largo de Chile y en México, compensando con ello disminuciones en Brasil y

otros países. Finalmente, el área de logística, centrada fundamentalmente en Chile, se incrementó por la mayor actividad de contenedores en el país, de almacenamiento de frigoríficos y de prestaciones de almacenaje y de viajes.

### Eventos recientes

El 3 de mayo la filial ITI recibió el terreno correspondiente al Sitio 3 del puerto de Iquique, con el objetivo de realizar obras de reforzamiento anti-sísmico por un total de US\$ 6 millones, las que son necesarias para obtener la extensión de la concesión por otros diez años.

El 16 de junio de 2011 SAAM Puertos S.A., subsidiaria de SAAM, adquirió el 40% de las acciones de Iquique Terminal Internacional S.A. (anteriormente detentaba el 60%), procediendo en esa misma fecha a vender un 15% del total de acciones de ITI a Empresas Naviera (hoy en día Grupo de Empresas Navieras S.A.), con lo que finalmente su participación en la portuaria llegó a 85%, por un monto neto de US\$ 17,713 millones.

El 10 de noviembre de 2011 CSAV anunció que SAAM había iniciado conversaciones con la compañía Boskalis Westminster ("Boskalis", Países Bajos), con el objetivo de explorar sinergias en América entre SMIT, filial de remolcadores de Boskalis, y el área de remolcadores de SAAM. Posteriormente, el 2 de diciembre de 2011, SAAM y Boskalis comunicaron la firma de un memorándum de entendimiento destinado a establecer una asociación entre ambas. A esos efectos, se valorizó este segmento de negocios en SAAM en US\$ 520 millones y en US\$ 470 millones para SMIT (ambos valores sujetos al proceso de *due diligence*). La posible asociación, independiente de la forma definitiva que tome, excluye las áreas de remolcadores de SAAM en Perú y Colombia, y está sujeta a la aprobación de ambas empresas. De concretarse la asociación, implicaría que la nueva empresa sería líder en América, con más de 150 remolcadores.

El 12 de diciembre de 2011, SAAM se adjudicó la concesión del terminal portuario de la ciudad de Mazatlán, estado de Sinaloa, México, en la costa del Pacífico de este país. La concesión tiene una duración de 20 años, con posibilidad de extensión por otros trece, y contempla una inversión cercana a US\$ 25 millones.

## 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.

### **Tendencia Estable**

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

### **Categoría Primera Clase Nivel 4**

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una razonable combinación de solvencia, estabilidad de la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

### **Tendencia En Observación**

Corresponde a aquella clasificación cuyos emisores están expuestos a situaciones particulares que podrían afectar positiva o negativamente la clasificación de riesgo asignada. También, cuando los emisores están bajo situaciones cuyos efectos no se pueden prever en forma razonable a la fecha de clasificación.

## **Oportunidades y Fortalezas**

**Estabilidad de la generación de caja:** Durante el período 2006-2011 el comercio mundial y el mercado de transporte marítimo de contenedores experimentaron fuertes variaciones de un año a otro, especialmente durante la crisis económico-financiera del período 2008-2009. Sin embargo, incluso bajo este escenario, en que el mundo enfrentó una de las peores contracciones económicas del último tiempo, la generación de caja de SAAM, activo esencial de **SM-SAAM**, no se vio afectada en demasía, con una caída del EBITDA de sólo 5,3% en 2009<sup>6</sup>, recuperada inmediatamente en 2010, lo que implica una alta estabilidad en la generación de caja. Conjuntamente, el margen EBITDA sobre ingresos ha exhibido una estabilidad muy alta, oscilando tan sólo entre el 21% y 22,3% de las ventas, incluso en 2009 cuando existió una contracción en el nivel de ventas.

En esta misma línea se debe señalar que los terminales portuarios son proyectos de infraestructura que demandan una inversión inicial elevada, pero que una vez en funcionamiento generan flujos de caja o dividendos de manera continua, 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 ó más años), esto último implicando que son básicamente proyectos de largo plazo.

**Bajo nivel de endeudamiento relativo:** SAAM se ha caracterizado por un bajo nivel de endeudamiento financiero en relación a su generación de caja, durante al menos los últimos seis años. Al cierre de 2011 alcanzaba un ratio de deuda financiera sobre EBITDA de 1,89 veces y de deuda financiera sobre FCLP<sup>7</sup> de 2,4 veces, situación que ha sido estable en los últimos tres años. Si bien el desarrollo de nuevos proyectos puede implicar un deterioro de estos ratios, la estabilidad del negocio del emisor le permite enfrentar un mayor

<sup>6</sup> Bajo Norma Contable Chilena.

<sup>7</sup> Flujo de Caja de Largo Plazo, indicador calculado por Humphreys (ver sección de análisis financiero).

nivel de endeudamiento. A este último respecto, cabe destacar que la mayor parte de la inversión proyectada por la empresa a futuro estaría destinada al desarrollo de terminales portuarios, sector que por sus características es capaz de obtener por sí solo los recursos necesarios para invertir.

**Diversificación geográfica y de operaciones:** Por una parte, SAAM realiza sus actividades a lo largo de toda América, desde Estados Unidos hasta Chile, participando en mercados de elevado tamaño como el mexicano, el brasileño o el peruano, mientras que por otra ofrece servicios de terminales portuarios, remolcadores y logística (que en 2011 representaron un 22,7%, 51,3% y 26% del EBITDA, respectivamente), alcanzando con ello una adecuada diversificación de ingresos y flujos, tanto en términos geográficos como por actividades, lo que le permite en definitiva atenuar eventuales caídas de un determinado país o segmento de negocios en particular.

**Experiencia de la entidad y fortaleza financiera y apoyo del controlador:** Quiñenco S.A., controlador de **SM-SAAM**, alcanzaba un patrimonio de US\$ 5.842 millones al 30 de septiembre de 2011, siendo uno de los grupos económicos más importantes de Chile. La empresa es un holding diversificado que actualmente además invierte en Chile en los rubros de bebidas (CCU), financiero (LQIF), insumos industriales (Madeco), combustibles (Shell y Terpel) y transporte marítimo (CSAV), además de otros como *retail* y telecomunicaciones en el pasado, habiendo por tanto demostrado la capacidad de administrar empresas de sectores muy distintos, brindándoles además la asistencia técnica y el apoyo financiero necesarios.

Por su parte SAAM fue creada en 1961, teniendo por tanto una trayectoria de más de 50 años en las actividades relacionadas a los servicios a las naves y a la carga. Su importante trayectoria en Chile y en el exterior en la actividad de administración de terminales portuarios (bajo diversas regulaciones y tipos de carga asistida), sumado al tamaño de su división de remolcadores en América y a las distintas modalidades de los servicios de logística que ofrece le otorgan una experiencia relevante para poder enfrentar la competencia de otros operadores, a la vez de poder utilizarla para continuar su expansión en el continente.

**Liderazgo en remolcadores:** En la actualidad SAAM opera con un total de 125 remolcadores a lo largo de toda América, en 51 puertos dentro de nueve países, lo que la convierte en la compañía de mayor tamaño de este mercado en el continente, y la cuarta a nivel mundial, con un nivel de facturación anual del orden de los US\$ 166,5 millones en 2011. Con lo anterior, la compañía tiene un importante volumen de operaciones en Chile, Brasil, Perú y México, y en menor medida en Uruguay, Ecuador, Costa Rica, Colombia y Guatemala, existiendo por tanto una adecuada diversificación geográfica, y la posibilidad de seguir creciendo utilizando la experiencia adquirida.

**Potencial de crecimiento:** Si bien la empresa ha logrado una mayor diversificación tanto con la oferta de nuevos servicios como con la entrada a nuevos países, la empresa tiene aún la posibilidad de continuar creciendo. En efecto, la experiencia de SAAM en la administración de puertos en el exterior y en particular en Chile le facilita para competir en nuevas licitaciones de puertos en el exterior, mientras que su liderazgo en remolcadores le permite apuntar al ingreso de mercados en los que actualmente no opera o lo hace en una escala muy baja (Argentina, Venezuela, Centroamérica y El Caribe). Finalmente, la actividad logística, concentrada en cerca de un 75% en Chile, tiene la posibilidad de proyectarse al exterior, en particular de

forma complementaria a los otros dos segmentos de negocios con que opera en el extranjero y que pueden servirles para captar nuevos clientes.

## Factores de Riesgo

**Dependencia del transporte marítimo y comercio:** La sociedad depende fundamentalmente del comercio, en particular del marítimo y sobre todo de los movimientos de contenedores (a través de la atención a buques portacontenedores en puertos, de las labores de remolcamiento a estas naves, y por los servicios de almacenamiento y reparación de contenedores en el área de logística). Si bien en los últimos años, debido a la disminución de las restricciones, el volumen de actividad comercial ha crecido, aun así se ve afectada por los vaivenes de la economía mundial, como en la crisis de 2009, lo que finalmente puede afectar el nivel de las actividades de SAAM. De todos modos, se reconoce que en la práctica, como lo demuestran sus cifras de EBITDA e ingresos, los servicios prestados por la sociedad son menos propensos a tener una volatilidad marcada, lo que ha quedado demostrado en las crisis del mercado naviero de 2008-2009 y 2011, ayudado entre otros factores por la diversificación geográfica.

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

**Obsolescencia tecnológica e inversiones Futuras:** La flota de barcos de transporte de contenedores ha ido evolucionando hacia naves más eficientes, de mayor tamaño y nueva tecnología, lo que obliga a la empresa, tanto en sus terminales portuarios (grúas, por ejemplo) como en su división de remolcadores, a invertir constantemente con el objetivo de poder servir eficientemente a sus clientes. En efecto, la inversión o no en nuevas tecnologías puede transformarse en un elemento diferenciador en la competencia entre puertos, por lo que resulta fundamental realizar las inversiones que permitan seguir captando clientes, todo lo cual implica la necesidad de llevar a cabo constantes desembolsos en inversiones.

Asimismo, para el período de cinco años 2012-2016 SAAM ha definido un programa de inversiones con una cartera de proyectos que podrían alcanzar a US\$ 2.850 millones, para las tres áreas de negocios que desarrolla. En la práctica, esto podría significar un aumento significativo del endeudamiento financiero, con el objetivo de hacer frente a los proyectos emprendidos, con el consecuente eventual deterioro en sus ratios de endeudamiento relativo, recordando además que en los proyectos de infraestructura existe un rezago entre la adquisición de la deuda y el momento de maduración de los flujos de caja. Se reconoce eso sí que US\$ 2.000 millones de los mencionados se destinarián al desarrollo de terminales portuarios, en caso de adjudicarse las licitaciones respectivas, emprendimientos que por sus características son capaces de endeudarse y hacer frente por sí mismos a estas obligaciones, por lo que finalmente no toda inversión implica 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 (Costa Rica, Guatemala, México) en los que participa SAAM tienen plazos fijos de término, y si bien algunas de ellas cuentan con la posibilidad de extensión, en la práctica todas finalmente serán caducadas, lo que implica que, desde una perspectiva de más largo plazo, sus flujos de caja no necesariamente pueden considerarse como estructurales a la compañía. Como atenuantes se reconoce que las fechas de término de concesión de los puertos consolidados por SAAM están escalonadas en el tiempo (lo que modera el impacto sobre la generación de caja total), que la mayoría de los puertos no son consolidados y por tanto sus flujos entran a SAAM como dividendos, y que la experiencia de la empresa en este segmento le permite participar en nuevas licitaciones y re-licitaciones.

**Regulaciones locales:** Considerando la diversidad de países en los que opera (once en total), SAAM se desenvuelve en un sector productivo con una elevada cantidad y variedad de regulaciones, lo que afecta tanto la forma de operación como las perspectivas del negocio. En efecto, las regulaciones incluyen la forma en que se licitan los terminales portuarios (por ejemplo, en Chile existen restricciones de concentración de propiedad); licitaciones de servicios de remolcadores; normativas medioambientales (en particular lo que tiene que ver con manejo de combustibles); restricciones de acceso y operación a ciertos países, mercados o puertos; normas aduaneras y de comercio entre países, entre las más relevantes.

**Multiplicidad de filiales, coligadas y monedas:** Por la variedad de negocios y países en los que se desempeña SAAM, la compañía ha debido constituir una serie de filiales, las que están expuestas a las regulaciones locales, por ejemplo para efectos de la compra de divisas para el pago de dividendos, además de operar con distintas monedas, sobre todo en término de los costos, en particular de los salarios. Por el contrario, los ingresos están expresados e indexados mayoritariamente en dólares de Estados Unidos, por lo que podría existir un descalce de monedas, los que en todo caso tienden a ser atenuados con coberturas. También debe mencionarse que, por la complejidad de la malla de sociedades de SAAM, los flujos no necesariamente llegan directamente a la matriz, debiendo muchas veces pasar por sociedades intermedias, a lo que se le suma el hecho que una buena parte de las inversiones se encuentra en sociedades coligadas (no controladas), en las cuales no necesariamente se tiene influencia en las políticas de dividendos.

## Antecedentes Generales

### Historia de SAAM y SM-SAAM

Sudamericana, Agencias Aéreas y Marítimas S.A. (SAAM) fue creada el 15 de noviembre de 1961 como filial de CSAV, para ofrecer servicios portuarios y de logística terrestre en diversos puertos de Chile, expandiéndose posteriormente al resto de América.

CSAV, anterior matriz de SAAM, fue creada mediante escritura pública en Valparaíso con fecha 9 de octubre de 1872, con motivo de la fusión entre Compañía Nacional de Vapores y la Compañía Chilena de Vapores, siendo actualmente una sociedad anónima abierta. Inicialmente CSAV prestaba servicios sólo en Chile, expandiéndose con posterioridad a Sudamérica, Europa, Asia y el resto del continente Americano.

En 1992, SAAM comenzó su expansión al exterior de Chile, ingresando a Perú y Colombia, para posteriormente llegar a Uruguay (1994), Ecuador (1995) y México (1996), todos en el segmento de remolcadores.

En 1999 SAAM se adjudicó concesiones de terminales portuarios en San Antonio y San Vicente. En 2000 comenzaron a operar las empresas Iquique Terminal Internacional S.A. (ITI, adjudicada a SAAM ese mismo año), San Antonio Terminal Internacional S.A. (STI) y San Vicente Terminal Internacional S.A. (SVTI, mayormente contenedores, productos de madera y celulosa y harina de pescado), de los puertos ubicados en las ciudades del mismo nombre, siendo actualmente ITI filial directa de SAAM (con un 85% de las acciones), mientras que los otros dos corresponden a un negocio conjunto con SSA Holding International, empresa estadounidense. En 2002 SAAM compró el 50% de Portuaria Corral S.A. (puerto privado mecanizado que atiende principalmente cargas forestales), adjudicándose al año siguiente y por veinte años la concesión de dos sitios del puerto de Antofagasta (Antofagasta Terminal Internacional S.A., principalmente minería de cobre, minería no metálica y químicos), en la que actualmente alcanza un 35% de la propiedad.

En 2005, con un conjunto de otras sociedades, SAAM se adjudicó la concesión de dos terminales en el puerto de Arica (Terminal Portuario de Arica S.A., donde tiene un 15% de la propiedad, principalmente productos desde Bolivia). Ese mismo año SAAM adquirió el 50% de Tugbrasil, tercera empresa de remolcadores de Brasil y además se adjudicó la concesión de cinco sitios de atraque del terminal de contenedores de Port Everglades, en Florida, Estados Unidos, operada a través de la filial Florida International Terminal, LLC. Mientras, la empresa también se adjudicó la concesión del Terminal Portuario de Guayaquil, que opera desde julio de 2006. En 2006, la empresa concreta su llegada a Centroamérica, con filiales en Guatemala y Costa Rica.

En julio de 2007 SAAM cerró la compra de la empresa de remolcadores brasileña Metalnave, la que opera en los siete principales puertos de Brasil, adquiriendo en este año un 14,4% de Puerto Panul (puerto privado de graneles sólidos en San Antonio, principalmente agrícolas), porcentaje que mantiene hasta hoy. En 2010 SAAM adquirió el otro 50% de Tugbrasil.

En 2011, SAAM se adjudicó las operaciones del terminal portuario de Mazatlán, en la costa del Pacífico en México, a ser entregado en el primer trimestre de 2012 a la empresa.

En 2011 el mercado de transporte marítimo de contenedores experimentó una importante crisis, que implicó una fuerte baja de las tarifas de transporte, mientras que paralelamente el precio del petróleo (principal insumo) se elevaba y también lo hacía el precio de arriendo de naves porta-contenedores. Bajo este escenario, la empresa CSAV experimentó pérdidas totales por US\$ 1.239 millones, que se iniciaron desde el primer trimestre del año. Ante ello, el 15 de marzo de 2011 se aprobó un aumento de capital por US\$ 500 millones destinados a enfrentar el adverso escenario, a financiar el plan de compra de naves y a fortalecer las operaciones de SAAM.

Como parte de las medidas para fortalecer a CSAV ante la crisis, el 22 de marzo de 2011 Marinsa S.A., anterior controlador de CSAV, acordó la venta del 10% de la propiedad de esta última a Quiñenco S.A, que

posteriormente se vio reducido a un 21% al comprar Quiñenco un 8% adicional de la propiedad a Marinsa, firmando ambas empresas un pacto de control de la compañía, designándose a don Guillermo Luksic Craig como Presidente del Directorio de CSAV. Como resultado de la suscripción del aumento de capital aprobado en marzo de 2011, tanto el grupo Luksic como el grupo Claro quedaron con cerca de un 20,2% cada uno de la propiedad de CSAV.

Ante la profundización de las pérdidas experimentadas por CSAV, el 2 de septiembre de 2011 la empresa anunció un nuevo plan de fortalecimiento financiero, que implicó la restructuración de distintas rutas, la asociación con otras navieras para la operación conjunta de rutas, la suscripción de créditos por un total de US\$ 350 millones con los controladores (con garantía del 49% de las acciones de SAAM) y la aprobación de un aumento de capital por US\$ 1.200 millones, de los cuales Quiñenco se comprometió a suscribir hasta US\$ 1.000 millones y Marítima hasta US\$ 100 millones. Bajo la condición de haberse enterado al menos US\$ 1.100 millones del aumento de capital propuesto, se sometería a aprobación de los accionistas la división de CSAV en dos sociedades, continuando CSAV el servicio de transporte marítimo de porta-contenedores y creándose otra sociedad anónima abierta (**SM-SAAM**) que sería la matriz de SAAM, lo que se efectuaría entregando un número fijo de acciones de **SM-SAAM** por cada acción de CSAV. Dichas condiciones fueron aceptadas en junta de accionistas del 5 de octubre de 2011.

En Junta de Tenedores de Bonos del 30 de noviembre de 2011 se acordó excluir a la sociedad resultante de la división acordada en la Junta de Accionistas del 5 de octubre, de su obligación de constituirse como codeudor solidario de los bonos emitidos por CSAV. Este acuerdo implicó modificar el contrato de emisión de los bonos.

El aumento de capital que se llevó a cabo entre diciembre de 2011 y febrero de 2012 implicó recaudar los US\$ 1.200 millones fijados anteriormente como meta, con lo que se cumplió la condición de división de CSAV, creándose con ello la nueva empresa **Sociedad Matriz SAAM S.A.** el 15 de febrero de 2012, controladora de SAAM. Con ello, el grupo Quiñenco pasó a ser el controlador tanto de esta nueva sociedad, como de CSAV, con un 37,44% en cada una.

## Propiedad y administración

### Accionistas

En el proceso de aumento de capital de CSAV terminado el 15 de febrero de 2012 se recaudaron US\$ 1.200 millones, cumpliéndose con ello la condición establecida en junta de directorio de CSAV del 15 de octubre de 2011 de levantar al menos US\$ 1.100 millones para proceder a dividir CSAV en dos sociedades: la primera encargada del negocio de transporte marítimo de carga y que continuará con el nombre de CSAV, y la segunda dedicada a los servicios a las naves y a la carga, denominada Sociedad Matriz SAAM S.A. (**SM-SAAM**), cuyo activo esencial es SAAM. Por tanto, **SM-SAAM** es la controladora de SAAM, con un 99,99% del total de títulos accionarios.

Propiedad de SAAM		
Sociedad	Nº Acciones	% de la propiedad
Sociedad Matriz de SAAM S.A.	70.737.318	99,99%
Global Commodity Investments Inc	357	<0,01%
<b>Total</b>	<b>70.737.675</b>	<b>100%</b>

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

Propiedad de SM-SAAM <sup>8</sup>		
Sociedad	Nº Acciones	% de la propiedad
Inversiones Río Bravo S.A.	1.666.615.120	17,12%
Quiñenco S.A.	1.099.378.437	11,29%
Inmobiliaria Norte Verde S.A.	879.505.397	9,03%
<b>Total Controlador</b>	<b>3.645.498.955</b>	<b>37,44%</b>
Corredoras de bolsa	1.651.234.035	16,96%
Marinsa S.A.	1.202.856.437	12,35%
AFP	1.119.265.223	11,50%
Bancos por cuenta de terceros	580.980.089	5,97%
Christoph Schiess	467.210.540	5,12%
Fondos de Inversión	475.695.234	4,89%
Compañías de seguro	198.375.903	2,04%
Bolsa de Valores	174.024.979	1,79%
Otros	221.650.589	2,28%
<b>Total</b>	<b>9.736.791.983</b>	<b>100%</b>

## Directorio y ejecutivos

El directorio de la compañía está formado por once miembros, nueve de los cuales ya han sido nombrados (los otros dos puestos están vacantes) y se identifican a continuación:

<sup>8</sup> Información preliminar.

Cargo	Nombre
Presidente	Guillermo Luksic C.
Vice-presidente	Gonzalo Menéndez D.
Director	Juan Antonio Álvarez A.
Director	Luis Álvarez M.
Director	Arturo Claro F.
Director	Felipe Joannon V.
Director	Francisco Pérez M.
Director	Baltazar Sánchez G.
Director	Christoph Schiess S.

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

Cargo	Nombre
Gerente General	Alejandro García-Huidobro O.
Gerente de Finanzas	Roberto Larraín S.
Gerente de Control y Gestión	Victoria Vázquez G.
Gerente de Desarrollo	Sebastián Urzúa V.
Gerente de Negocios Internacionales	Felipe Rioja R.
Gerente de Negocios Nacionales	Cristián Irarrázaval T.
Gerente de Negocios Portuarios	Yurik Diaz R.
Gerente de Infraestructura y Flota	Alfredo Searle V.

## Áreas de Negocio de la Compañía

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

### Terminales Portuarios

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

Empresa	Ubicación	Participación SAAM en propiedad	Fin de la Concesión (opción de prórroga)	Toneladas movilizadas 2010	Participación en mercado relevante
Terminal Portuario Arica	Arica, Arica-Parinacota, Chile	15%	2033	2.116.432	44%
Iquique Terminal Internacional	Iquique, Tarapacá, Chile	85%	2019 (10 años)	2.160.781	45%
Antofagasta Terminal Internacional	Antofagasta, Antofagasta, Chile	35%	2022 (10 años)	2.676.829	54%
San Antonio Terminal Internacional	San Antonio, Valparaíso, Chile	50%	2019 (10 años)	10.663.190	37%
Puerto Panul	San Antonio, Valparaíso, Chile	14,4%	2029	1.572.874	6%
San Vicente Terminal Internacional	San Vicente, Biobío, Chile	50%	2029	5.281.254	36%
Portuaria Corral	Corral, Valdivia, Chile	50%	Indefinido (puerto privado)	770.200	66%
Florida Terminal Internacional	Ft. Lauderdale, Florida, EE.UU.	70%	2015 (5+5 años)	842.707	17%
Terminal Portuario de Guayaquil	Guayaquil, Ecuador	100%	2046	2.002.714	27%
Puerto de Mazatlán	Mazatlán, Sinaloa, México	100%	2032 (13 años)	-	-

De los puertos del listado anterior, en Chile SAAM consolida solamente a la empresa ITI (puerto de Iquique), el resto corresponde a negocios conjuntos, mientras que en el extranjero consolida todos los terminales que opera (Guayaquil, Florida y Mazatlán).

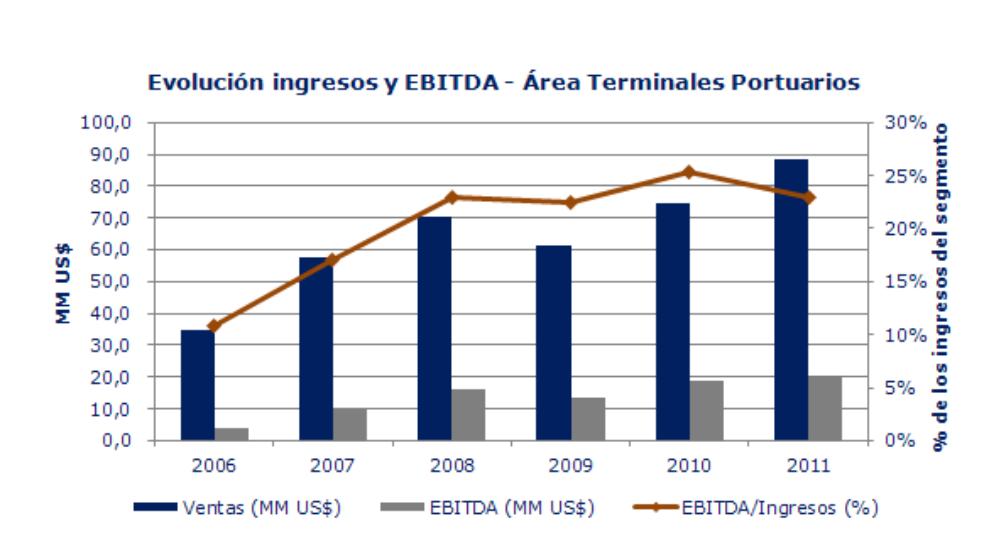
SAAM alcanza un 85% de propiedad en ITI, empresa que administra el terminal número 2 del puerto de Iquique desde 2000, siendo los productos mineros y pesqueros las principales cargas transportadas. Actualmente se encuentra en etapa de inversiones para alargar la concesión por otros diez años.

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

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

El puerto de Mazatlán fue adjudicado por SAAM en diciembre de 2011, y se incorporará durante el primer trimestre de 2012, atendiendo carga en la costa oeste de México, siendo especialmente importante en el tránsito de cruceros, en la importación de automóviles y exportación de minerales, atendiendo también contenedores y carga general. Abarca una superficie de 16,6 hectáreas, más 1,3 kilómetros de muelle.

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



## Logística

Esta área de negocios de SAAM incluye servicios tanto a las naves como a la carga, en Chile (73% de las ventas de este segmento), Perú (15%), Brasil (6%), Ecuador (3%), Uruguay (3%) y Colombia. Con los años, se ha ido diversificando para incluir también servicios relacionados al transporte terrestre y aéreo.

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

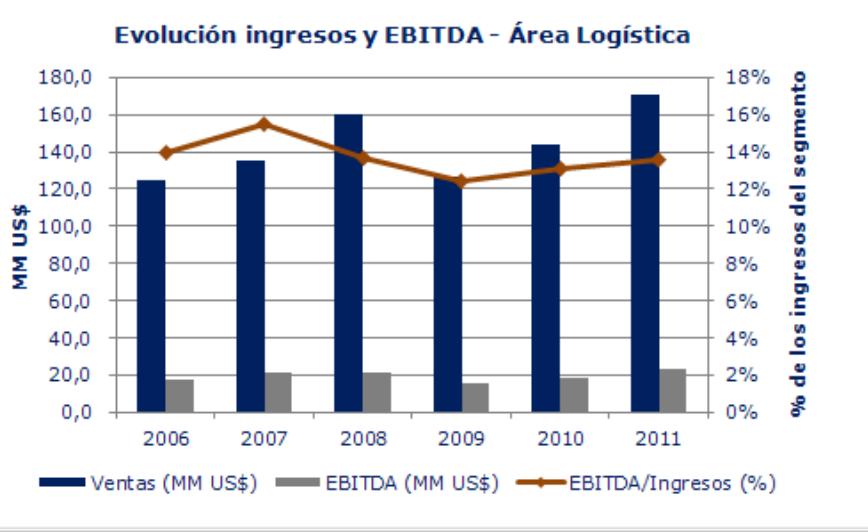
Para la carga, los servicios incluyen la entrega de servicios desde su recepción hasta la entrega a su destinatario, ya sea desde el puerto a su destino, o del origen al puerto, lo que incluye recepción, almacenaje y despacho, de carga a granel o en *containers*, en terminales de carga, frigoríficos o almacenes extra-portuarios. El servicio más importante de este segmento corresponde al depósito y maestranza (reparación) de contenedores (Chile, Brasil, Perú y Ecuador), para el cual la empresa cuenta con 717.000 m<sup>2</sup> de almacenes, movilizando casi 880.000 contenedores en 2010 y reparando cerca de 125.000. Otros servicios son el transporte terrestre y distribución de carga, servicios de documentos, venta y arriendo de contenedores, y prestación de servicios marítimos en puertos.

En 2010 el principal servicio de logística para SAAM fue el depósito de contenedores (34% de las ventas), seguido por bodegaje, almacenaje y frigoríficos (19%), graneles y la carga fraccionada (11%), transporte terrestre y distribución (9%), estiba y desestiba en terminales portuarios (9%), y agenciamiento marítimo (8%).

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

(50%, arriendo de bodegas y oficinas), Servicios Portuarios Reloncaví Ltda. (50%, servicios relacionados a la carga a granel) y Transbordadora Austral Broom S.A. (25%, transbordadores marítimos en la zona austral de Chile).

La evolución de las ventas y EBITDA del sector se muestra en el siguiente gráfico:



## Remolcadores

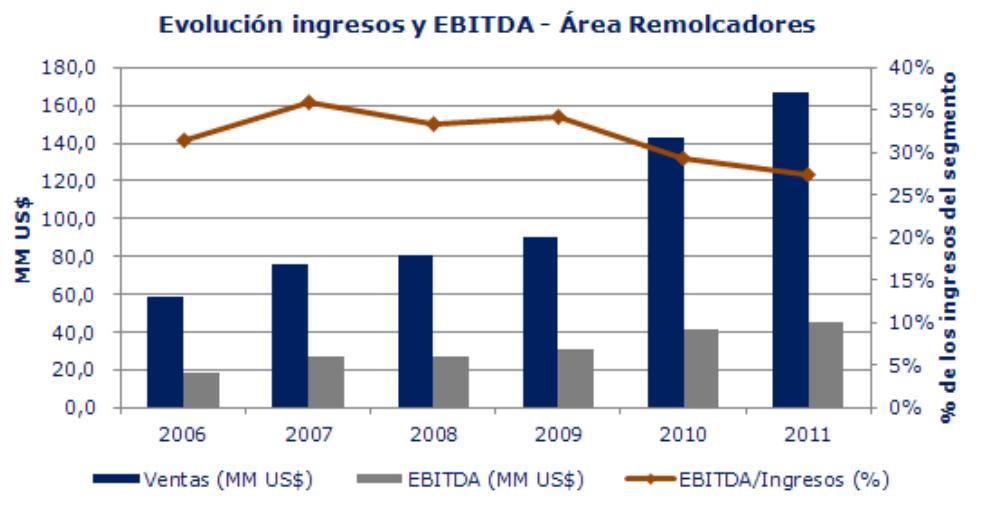
SAAM es la mayor empresa de remolcadores de América y cuarta a nivel mundial en términos del tamaño de flota, contando con 125 remolcadores a septiembre de 2011 y operaciones en 51 puertos de América. La eventual alianza con SMIT le permitiría llegar a 150 remolcadores y agregar Canadá y Panamá como países de operación.

Esta área de SAAM presta servicios de atraque y desatraque de naves en las cercanías de los puertos, principalmente a las de mayor tamaño, además de remolcamiento y salvataje. Actualmente tiene operaciones en la mayor parte de los países con costa a lo largo de América: México, Guatemala, Costa Rica, Colombia, Ecuador, Perú, Brasil, Uruguay, Argentina y Chile. Las filiales especialmente constituidas para este negocio, aparte de SAAM Chile (100% de la propiedad), son: Tugbrasil (100%), SAAM Remolques (México, 100%), Ecuaestibas (Ecuador, 100%), Concesionaria SAAM Costa Rica (100%) y Marex (Guatemala, 100%), mientras que las relacionadas no consolidadas son Tramarsa (Perú, 49%), Kios (Uruguay, 49%) y Equimac (Colombia, 49%).

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

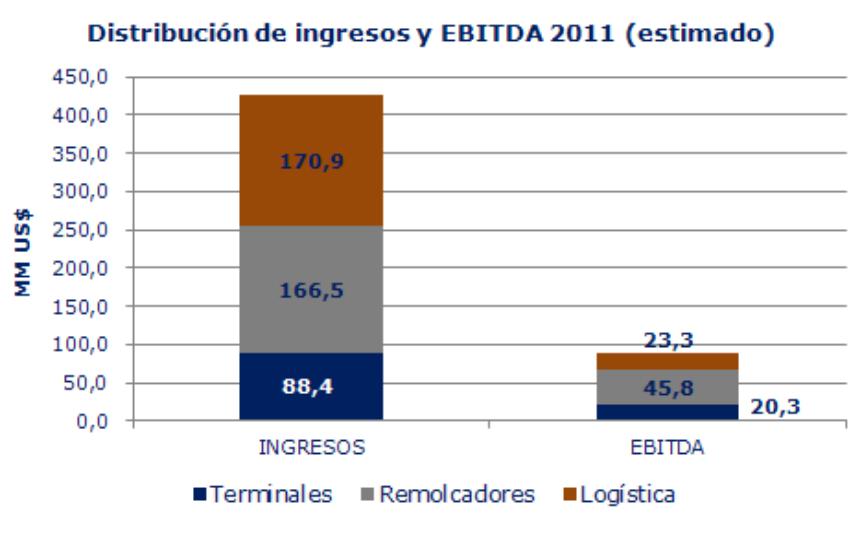
Este segmento también realiza logística de transporte fluvial entre Argentina y Uruguay (en los ríos Uruguay y Paraná, a través de 18 barcazas), y asistencia a autoridades con servicios de lanchaje y prácticos.

Un sub-segmento de negocios relativamente nuevo es el de remolcadores *off-shore* (lejos de la costa) utilizados por el sector de extracción de petróleo y gas natural. En la actualidad, SAAM atiende a clientes de este tipo en Brasil y México, existiendo potencial de desarrollo en otros países con reservas de combustibles como Perú, Argentina o Venezuela.



## Distribución de ingresos y flujos

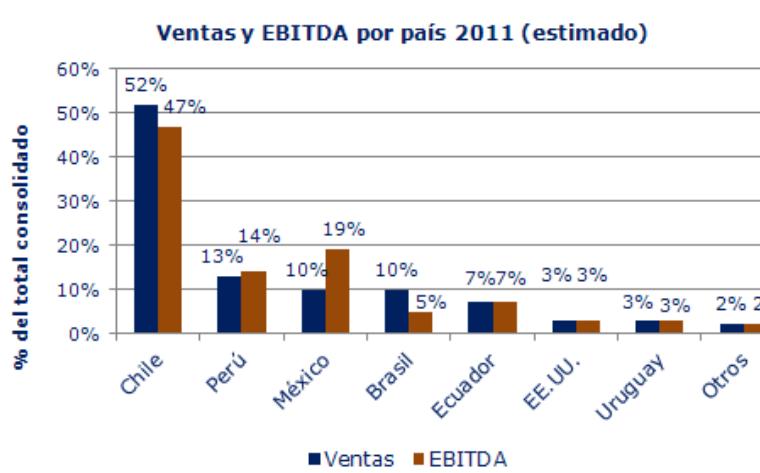
Por segmento de negocios, las ventas y EBITDA de SAAM se distribuyen según se muestra en el gráfico a continuación:



Si terminales portuarios, remolcadores y logística aportaron con un 20,8%, 39,1% y 40,1% de las ventas de SAAM en 2011, respectivamente, en término de EBITDA las contribuciones fueron, en ese mismo orden, de 22,7%, 51,3% y 26%, lo que muestra que el área de remolcadores es la de mayor margen EBITDA, seguida por logística.

La composición de ventas y EBITDA por área ha ido cambiando a lo largo de los años, en la medida que se han expandido estas líneas a nuevos países o se ha aumentado la escala, lo que ha implicado que puertos y remolcadores hayan ido ganando en aporte, tanto en términos de ventas como de EBITDA, especialmente por su mayor diversificación geográfica que logística.

En términos geográficos, Chile representa el país de mayor aporte tanto a las ventas como al EBITDA de SAAM, ambos en torno a un 50%, siguiéndole Perú y México, con valores en torno a un 15%. Naturalmente, en la medida que la empresa ha llevado sus negocios a nuevos países, Chile ha ido perdiendo peso relativo en los flujos consolidados, aumentando con ello la diversificación.



## Análisis Financiero de SAAM<sup>9</sup>

### Evolución de los ingresos, EBITDA y márgenes

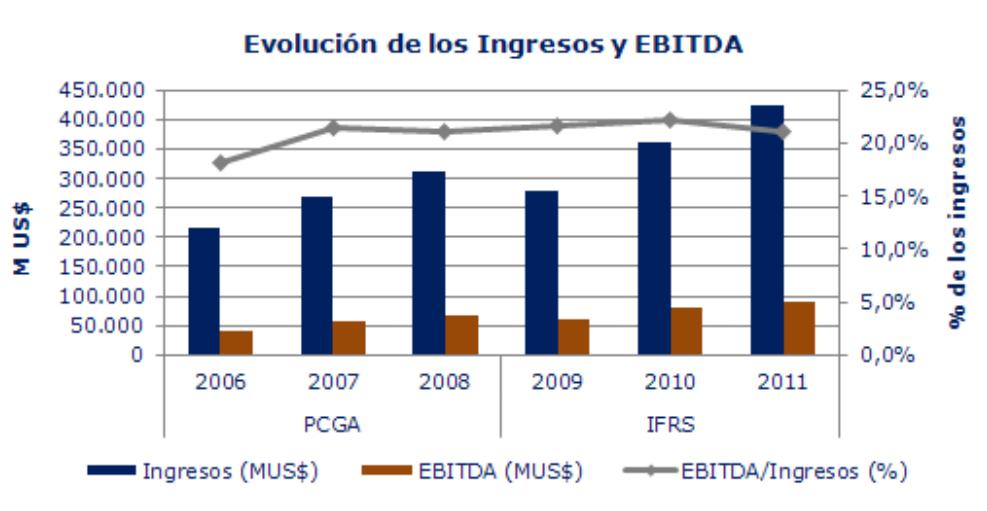
Los ingresos consolidados de SAAM han tenido una tendencia creciente en el período de análisis 2006-2011, a excepción de 2009<sup>10</sup>, año en que la actividad marítima, comercial y de carga general se vio afectada por la contracción económica experimentada en el mundo desde fines de 2008 hasta inicios de 2010: la tasa de crecimiento compuesto de las ventas alcanzó a 14,4%. Del mismo modo, el EBITDA consolidado ha mostrado

<sup>9</sup> La contabilidad de SAAM se lleva en dólares desde 2007, apareciendo 2006 en dólares en los Estados Financieros de 2007. Desde 2010 la empresa adoptó las normas contables IFRS, apareciendo las cifras de 2009 de forma comparativa ese año.

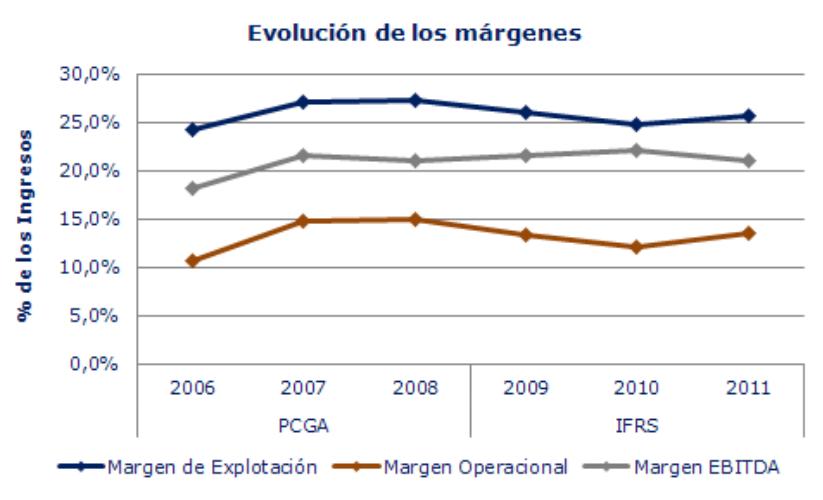
<sup>10</sup> Los ingresos registrados en 2009 bajo norma PCGA e IFRS son muy similares: US\$ 277,615 millones en PCGA y US\$ 277,7 millones en IFRS, por lo tanto la caída de ese año es atribuible a una caída en la actividad.

un crecimiento prácticamente continuo, también con la excepción de 2009, con una tasa de expansión compuesta anual de 17,8% en los últimos cinco años.

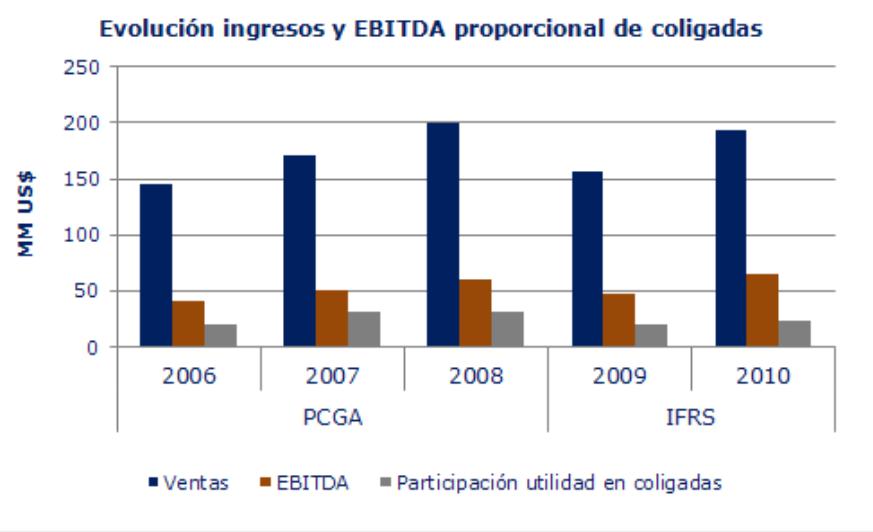
Una de las características que ha mostrado la generación de flujos de la empresa es su estabilidad, al medírsela como la tasa de EBITDA a ingresos. En efecto, ésta ha fluctuado bastante poco, entre 18% y 22% entre 2006 y 2011, permaneciendo entre 21,0% y 22,3% para los últimos cinco años, lo que incluso se cumplió para el año de crisis 2009, transformándose entonces en un elemento de estabilidad relevante para la empresa.



La estabilidad antes descrita para el margen EBITDA de SAAM puede observarse también para el margen de explotación de SAAM y el margen operacional, ambos medidos sobre el total de ingresos consolidados de la compañía. En efecto, no se observan grandes oscilaciones para estos indicadores, y en ninguno de los años del período bajo análisis los márgenes han tomado valores menores a cero, lo que muestra que pese a las crisis de 2008-2009 y 2011 del mercado de transporte marítimo de contenedores, los negocios desarrollados por SAAM han logrado sortear los vaivenes. El margen de explotación ha variado entre 24,3% y 27,1% de los ingresos, mientras que el margen operacional lo ha hecho entre 10,7% y 15%.



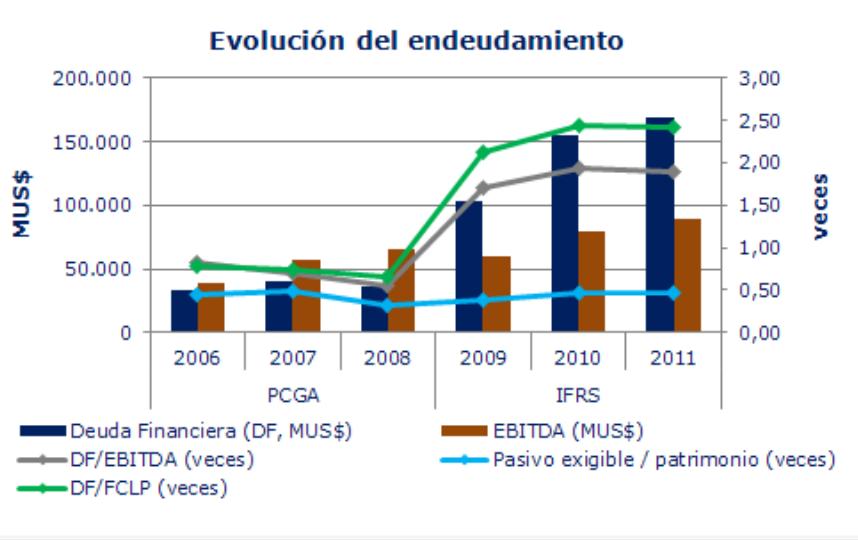
Un elemento que resulta importante dentro del análisis de ingresos de SAAM es la existencia de varias coligadas (participación de SAAM de entre 15% y 50% en su propiedad), dentro de las tres áreas de negocios que desarrolla, y que implican la recepción de dividendos. En el siguiente gráfico se muestran los ingresos y EBITDA de las coligadas de SAAM, ponderados por la participación de ésta en su propiedad, además de la cuenta de participación en las ganancias de asociadas:



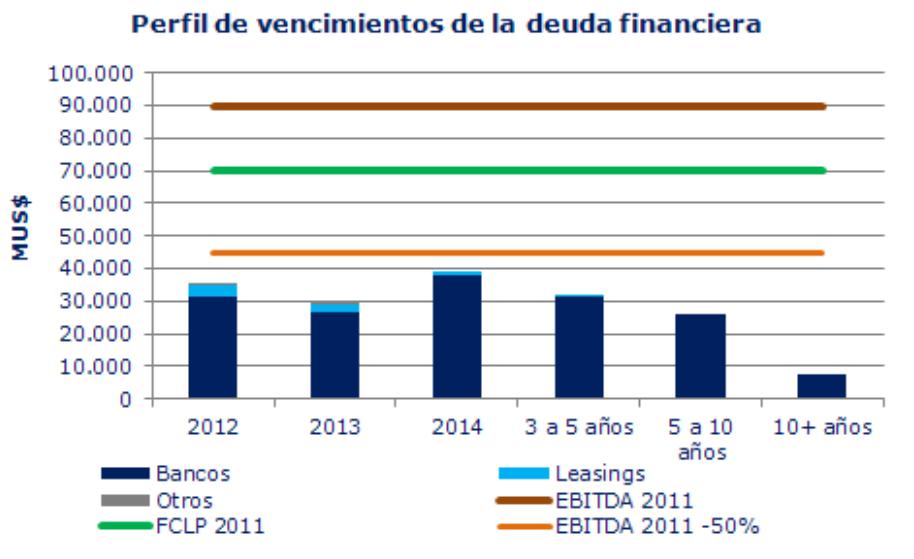
## Evolución del endeudamiento y la liquidez

En los últimos seis años SAAM ha mantenido niveles de endeudamiento que pueden calificarse como bajos. Por una parte, el *leverage* (total de pasivos sobre patrimonio) se ha ubicado siempre en valores menores a 0,5 veces, mientras que el endeudamiento financiero también se ha situado en valores considerados bajos a medios: hasta 2008, el indicador deuda financiera sobre EBITDA nunca fue mayor a una vez, valores similares a los del indicador deuda financiera sobre FCLP<sup>11</sup> en dicho lapso, subiendo a partir de 2009 a consecuencia de un mayor nivel de deuda financiera, aunque los ratios de endeudamiento relativo se han mantenido estables desde entonces.

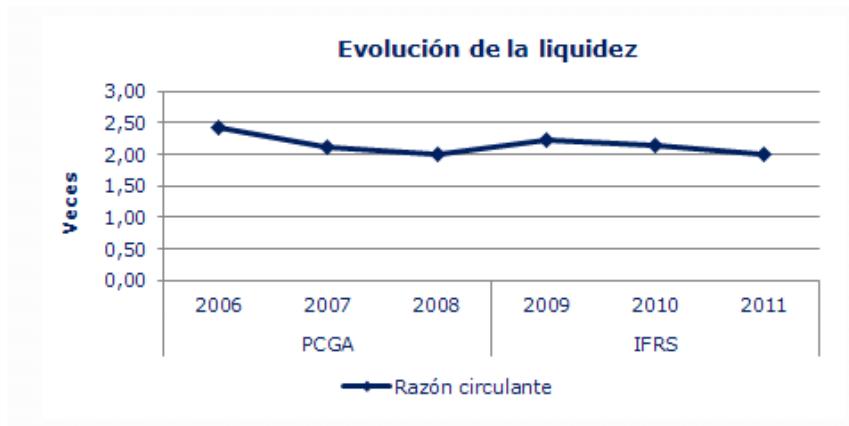
<sup>11</sup> FCLP = Flujo de Caja de Largo Plazo: indicador calculado por **Humphreys** que toma la rentabilidad operacional anual de los activos (%), promediada en cinco años, multiplicada por el nivel actual de los activos (descontados aquellos en ejecución o construcción), a lo que se resta el pago intereses. Busca medir la generación de caja de largo plazo, restando los compromisos más inmediatos.



Al 31 de diciembre de 2011, los compromisos financieros de SAAM (otros pasivos financieros corrientes más no corrientes) ascendían a US\$ 169,4 millones, de los cuales un 94,9% correspondía a deuda con bancos, un 4,6% a leasings financieros y un 0,5% a derivados. Un 20,7% del total de la deuda financiera (US\$ 35,1 millones) se encontraba en el corto plazo y el resto (US\$ 134,4 millones) a más de un año, destacando que la estructura de esta deuda es tal que los vencimientos anuales en ningún año superan el 44% del EBITDA de 2011 y el 56% del FCLP de ese mismo año, pudiendo entonces soportar períodos de contracción en tales indicadores, como se grafica a continuación:

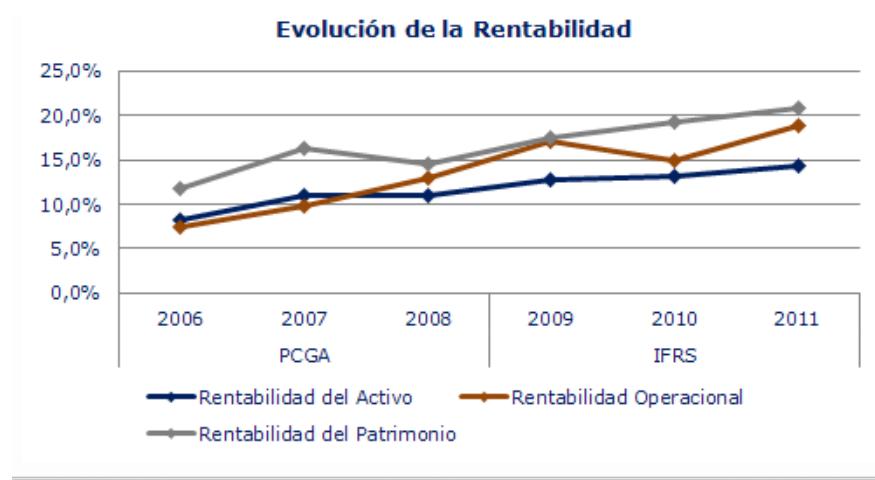


La evolución de la liquidez de SAAM, medida como razón circulante<sup>12</sup>, puede verse en el gráfico a continuación. SAAM ha alcanzado valores de liquidez siempre elevados, de dos o más veces, lo que, entre otros motivos, se ha debido a los montos de efectivo y equivalentes que mantiene la empresa, a la estructuración de la mayor parte de la deuda financiera en el largo plazo y a que, en promedio, las cuentas por cobrar corrientes han sido de 1,75 veces las cuentas por pagar corrientes (bajo el período IFRS).



### Evolución de la rentabilidad<sup>13</sup>

Las distintas medidas de rentabilidad de la empresa han presentado una tendencia creciente desde 2006, debiendo tenerse en consideración que a partir de 2009 las cifras presentadas están bajo norma IFRS y por tanto no son estrictamente comparables con las de PCGA. En el período IFRS 2009-2011, el aumento de las rentabilidades ha sido consecuencia del incremento operacional de la compañía, que ha sido mayor al incremento tanto del total de activos como del patrimonio.



<sup>12</sup> En PCGA = activos circulantes/pasivos circulantes; IFRS = activos corrientes/pasivos corrientes.

<sup>13</sup> Rentabilidad total del activo = utilidad (pérdida) / activos promedio neto de activos en construcción; rentabilidad operacional = resultado operacional / (activos corrientes, promedio + propiedades, planta y equipos, promedio); rentabilidad sobre patrimonio = utilidad (pérdida) / patrimonio promedio.

*"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".*