

Informe Security: SM-SAAM

Luis Felipe Galleguillos M. (lgalleguillos@security.cl)

Enero 2016

RECOMENDACIÓN: SOBREPONDERAR

Precio Objetivo a 12-18 meses: \$60

Precio de Mercado : \$43

MÚLTIPLOS ESTIMADOS DE SM-SAAM

	2014	2015	2016 E	2017 E	2018 E
Precio/Utilidad	12,3	9,5	8,7	8,7	8,4
Bolsa/Libro	1,1	0,9	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA*	5,5	4,2	4,0	3,9	3,9

EV= Pat. Bursátil + Deuda Neta + Interés Minoritario

*Consolidadas y coligadas a valor proporcional

VALORIZACIÓN SM-SAAM (Miles de dólares)

Caja*	66
Valor Presente Flujo de Caja*	1.129
Valor Económico de Activos*	1.195
Valor de Deuda Financiera*	-208
Interés Minoritario*	-189
Valor del Patrimonio	797
Dividend Yield	5,2%
Número de Acciones (Millones)	9.737
Precio de Mercado**	43
Precio Objetivo 12-18 Meses	60

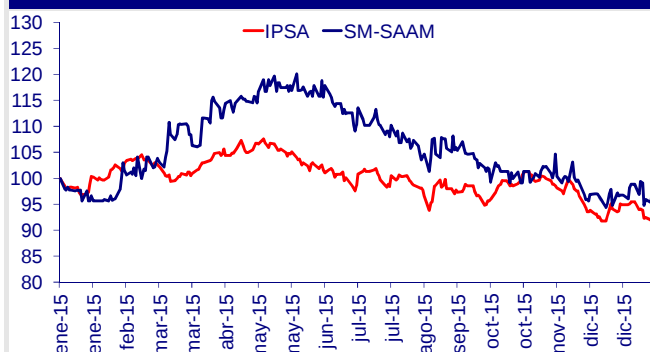
* Considera consolidado y coligadas a valor proporcional

** Valor acción en pesos

FLUJO DE CAJA EFECTIVO Y PROYECTADO (Cifras en Millones de Dólares)

	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
Result. Operacional	107	121	125	129	129
Impuestos	-22	-27	-33	-35	-36
Depreciación & Amort.	50	87	88	89	90
Inversión Bruta	-167	-93	-107	-101	-103
Δ Capital de Trabajo	-7	-9	0	0	-1
Flujo Operacional	-39	78	73	80	79

EVOLUCIÓN SM-SAAM V/S IPSA



Hemos iniciado la cobertura de SM-SAAM, estimando un precio objetivo de \$ 60 en un horizonte de 12-18 meses, con una recomendación de Sobreponderar.

Durante los primeros 9 meses de 2015, el negocio de remolcadores ha presentado una importante alza en su margen operacional, siendo impulsado principalmente por el joint venture con Boskalis en 2014. Esto permitió incrementar el volumen de su operación y aumentar la exposición hacia Brasil. Lo que ha sido particularmente importante, debido a que, según nuestra estimación, aproximadamente 70% de los ingresos de este negocio están denominados en dólares, mientras que menos de la mitad de los costos se encuentran en la moneda norteamericana. En adelante, estimamos que un escenario de dólar fortalecido continuaría favoreciendo los márgenes del ejercicio.

Por otro lado, para la industria portuaria, estimamos que 2016 presentaría un mejor desempeño que 2015 en términos de toneladas transferidas, pero consideramos que la expansión del indicador se mantendría por debajo del nivel promedio de los últimos 5 años (cercano a 5,5% anual).

En tanto, en un escenario de menor crecimiento en la región, destacamos que la compañía ha mostrado una importante estabilidad en sus flujos operacionales. Lo anterior debido a que entre 40% y 45% de los ingresos del negocio de remolcadores se encuentra contratado, a una importante diversificación regional y al negocio portuario, que funciona en base a concesiones, lo que naturalmente entrega menos volatilidad a su operación. Cabe resaltar que la compañía reparte como dividendo cerca de 50% de su utilidad anual, lo que se traduciría en un *dividend yield* de 5,2%.

En conclusión, destacamos a SAAM como una manera de exponerse a un escenario macroeconómico que mantendría al dólar fortalecido por los próximos años. Consideramos que los principales riesgos a nuestra recomendación provienen de nuevas paralizaciones de trabajadores portuarios, riesgos de la naturaleza como marejadas o terremotos y un dinamismo menor a lo estimado en la transferencia de carga en Latinoamérica.

VALORIZACIÓN SM-SAAM

La valorización económica de SM-SAAM se basa en un modelo de flujos de caja descontados. Estimamos un precio objetivo de \$ 60 por acción en un horizonte de 12-18 meses, lo cual es consistente con una recomendación de Sobreponderar.

Cuadro 1: ESTADO DE RESULTADOS EFECTIVO Y PROYECTADO*
(Cifras en Millones de Dólares)

	2014	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
Ingreso por Ventas	775,1	743,2	753,0	768,4	788,8
Crecimiento (%)	6,8%	-4,1%	1,3%	2,0%	2,7%
Costos Operacionales	-668	-622	-628	-640	-660
Resultado Operacional	106,7	121,3	124,9	128,7	128,9
Crecimiento (%)		13,7%	2,9%	3,0%	0,1%
Margen Operacional	13,8%	16,3%	16,6%	16,7%	16,3%
EBITDA	184,8	207,0	211,5	215,9	217,1
Crecimiento (%)	12,1%	12,0%	2,2%	2,1%	0,6%
Margen Ebitda	23,8%	27,8%	28,1%	28,1%	27,5%
Utilidad Neta	61,0	65,0	67,4	67,8	69,6

Fuente: Departamento de Estudios Security y reportes de la compañía.

*Considera Consolidadas y no Consolidadas a valor proporcional

Cuadro 2: FLUJO DE CAJA EFECTIVO Y PROYECTADO*
(Cifras en Millones de Dólares)

	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
Result. Operacional	107	121	125	129	129
Impuestos	-22	-27	-33	-35	-36
Depreciación & Amort.	50	87	88	89	90
Inversión Bruta	-167	-93	-107	-101	-103
Δ+ Capital de Trabajo	-7	-9	0	0	-1
Flujo Operacional	-39	78	73	80	79

Fuente: Departamento de Estudios Security y reportes de la compañía.

*Considera Consolidadas y no Consolidadas a valor proporcional

Cuadro 3: VALORIZACIÓN DE LA COMPAÑÍA
(Cifras en Millones de Dólares)

Caja*	66
Valor Presente Flujo de Caja*	1.129
Valor Económico de Activos*	1.195
Valor de Deuda Financiera*	-208
Interés Minoritario*	-189
Valor del Patrimonio	797
Dividend Yield	5,2%
Número de Acciones (Millones)	9.737
Precio de Mercado**	43
Precio Objetivo 12-18 Meses	60

* Considera consolidado y coligadas a valor proporcional

** Valor acción en pesos

Fuente: Departamento de Estudios Security.

Cuadro 4: MÚLTIPLOS EFECTIVOS Y PROYECTADOS*

	2014	2015	2016 E	2017 E	2018 E
Precio/Utilidad	12,3	10,3	8,3	8,3	8,3
Bolsa/Libro	1,1	0,9	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA*	6,0	4,9	4,7	4,6	4,7

EV= Pat. Bursátil + Deuda Neta + Interés Minoritario

*Consolidadas y coligadas a valor proporcional

Fuente: Departamento de Estudios Security y reportes de la compañía.

Cuadro 5: SENSIBILIDAD DEL PRECIO OBJETIVO
FRENTE A VARIACIONES EN LA TASA DE DESCUENTO Y CRECIMIENTO A PERPETUIDAD

		Tasa de Descuento (WACC)				
		9,5%	10,0%	10,4%	11,0%	11,5%
Tasa de Crecimiento a Perpetuidad	1,0%	58	53	50	45	42
	2,0%	64	58	54	49	45
	3,0%	72	65	60	54	49
	4,0%	82	74	67	60	54
	5,0%	98	86	77	68	61

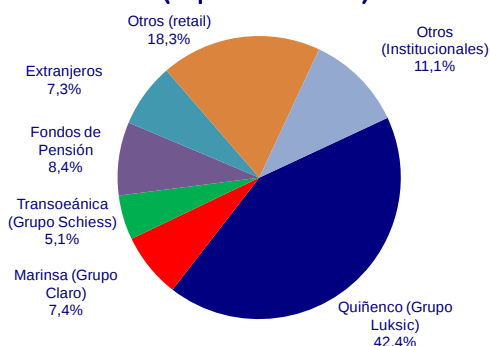
Fuente: Departamento de Estudios Security.

DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

SM-SAAM es la sociedad matriz de Sudamericana Agencias Aéreas y Marítimas S.A. (SAAM S.A.). Su estructura actual data de Febrero de 2012 como resultado de la división de Compañía Sud Americana de Vapores S.A. (CSAV S.A.), teniendo como únicos activos las acciones originales de SAAM mantenidas por CSAV. En la misma fecha inicia sus operaciones en el mercado bursátil.

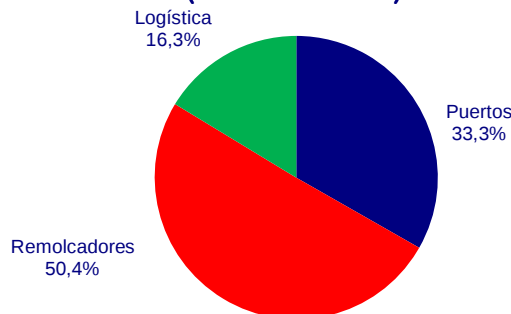
SAAM S.A. es una compañía controlada por el Grupo Luksic, con una participación de 42,4% (gráfico 1). Cuenta con más de 50 años de existencia y tiene operaciones en 13 países (Chile, Perú, Colombia, Brasil, Estados Unidos, Panamá, entre otros). Posee tres divisiones de negocios (gráfico 2): es el mayor operador de puertos en Sudamérica, el cuarto actor global en el mercado de remolcadores y entrega servicios logísticos a compañías de comercio internacional.

**Gráfico 1: Accionistas de SM SAAM
(Septiembre 2015)**



Fuente: SAAM y Departamento de Estudios Security.

**Gráfico 2: Descomposición Ebitda*
(Últimos 12 meses)**



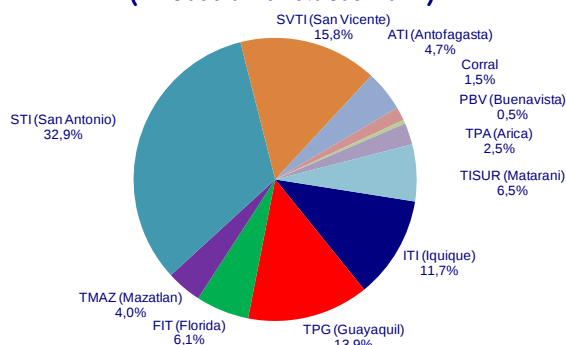
Fuente: SAAM y Departamento de Estudios Security.

*Considera Consolidadas y no Consolidadas a valor proporcional

- i) **Terminales Portuarios:** SAAM es controlador en las concesiones de los puertos de Iquique (ITI), Guayaquil (TPG, Ecuador), Mazatlán (TMAZ, México) y Florida (FIT, Estados Unidos). Adicionalmente, tiene participaciones en los puertos de San Antonio (STI), San Vicente (SVTI), Antofagasta (ATI), Arica (TPA), Corral, Matarani (Tisur, Perú) y Buenavista (PBV, Colombia). La mayor parte de estos puertos se encuentran concesionados (con la excepción de Corral y Buenavista), y realizan todo tipo de transferencia de cargas (en container, a granel y otros), sumando en su conjunto cerca de 30,6 millones de toneladas transferidas en 2014. En Chile, esta industria está regulada por la ley N° 19.542, la que establece límites a la integración horizontal y vertical de las concesionarias con el objetivo de fomentar la competencia entre los distintos puertos. Para ganar un concesión, las compañías ofrecen un nivel de inversión en un marco de precios que se mueven dentro de bandas. Cabe destacar que bajo esta legislación el Estado es dueño de los terrenos y los activos fijos iniciales de la concesión, mientras que todas las inversiones adicionales realizadas por la concesionaria le serán devueltas a su valor residual al término de la concesión. Durante los últimos 12 meses, este negocio representó un tercio del Ebitda de la compañía (considerando consolidadas y coligadas a valor proporcional).
- ii) **Remolcadores:** La compañía entrega servicio de soporte para atraque y desatraque de naves, remolque, asistencia, y salvataje a barcos, ferries, botes y otros, tanto en puerto como fuera de la costa. Posee una flota de 189 remolcadores (10 más en construcción) que realizan operaciones en los puertos de Chile, México, Perú, Colombia, Brasil, Uruguay, Argentina, Ecuador, Guatemala, Costa Rica, Honduras, Canadá y Panamá. Dependiendo del país, este negocio genera ingresos a través de contratos o con mercado abierto. Durante los últimos 12 meses, remolcadores representó prácticamente la mitad del Ebitda de la compañía (considerando consolidadas y coligadas a valor proporcional).

- iii) Logística: Este negocio provee servicios complementarios a compañías navieras y aerolíneas. Se divide en tres grandes áreas: servicios a naves (incluye servicios de agencia, depósito y maestranza de containers, servicios a pasajeros, entre otros); Contract Logistics (incluye almacenamiento con refrigeración, bodegaje y manejo de cargas que requieren de una temperatura controlada); y servicios especiales, lo que incluye venta y arriendo de containers, conexión y desconexión de tubos flexibles, carga y descarga de combustible, almacenamiento de líquidos y otros. Este negocio representó 16,3% del Ebitda de la compañía (considerando consolidadas y coligadas a valor proporcional).

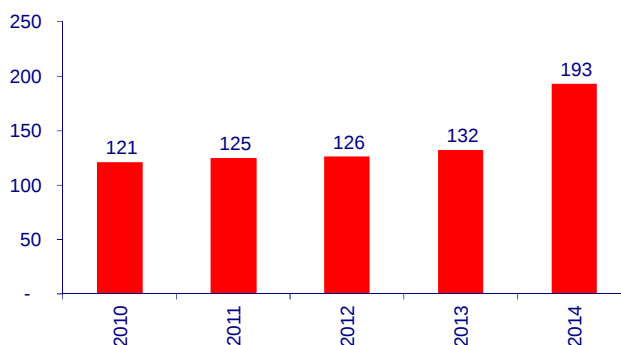
**Gráfico 3: Participación Puertos SAAM*
(En base a Toneladas 2014)**



Fuente: SAAM y Departamento de Estudios Security.

*Considera Consolidadas y no Consolidadas a valor proporcional

Gráfico 4: Flota Remolcadores*



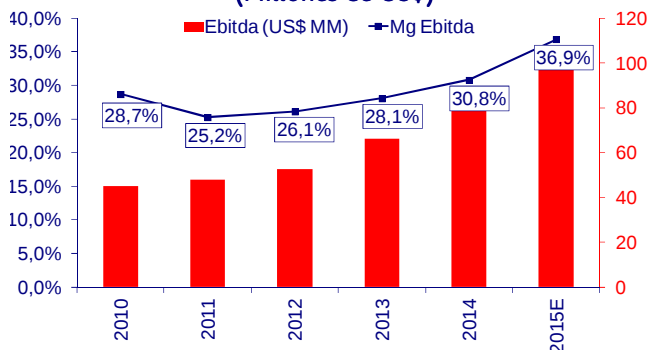
Fuente: SAAM y Departamento de Estudios Security.

*Considera Consolidadas y no Consolidadas a valor proporcional

PRINCIPALES SUPUESTOS INCLUIDOS EN LA VALORIZACIÓN

Depreciación de monedas locales beneficiaría el negocio de remolcadores: Durante los primeros 9 meses de 2015, el negocio de remolcadores ha presentado un importante alza en su margen operacional (gráfico 5), siendo impulsado principalmente por el joint venture con Boskalis en 2014, lo que no sólo permitió aumentar el volumen de su operación, sino que también incrementó la exposición hacia el mercado brasileño (lo que se ha reflejado en los datos no consolidados). Lo anterior ha sido particularmente importante, debido a que, según nuestra estimación, aproximadamente 70% de los ingresos de este negocio están denominados en dólares, mientras que menos de la mitad de los costos se encuentran en la moneda norteamericana. En adelante, estimamos que un escenario de dólar fortalecido continuaría favoreciendo los márgenes de este negocio (gráfico 6), que representa cerca del 50% del ebitda total de la compañía. lo que reduciría los ingresos pero elevaría los márgenes operacionales muy por sobre su promedio histórico, principalmente por la depreciación del real brasileño.

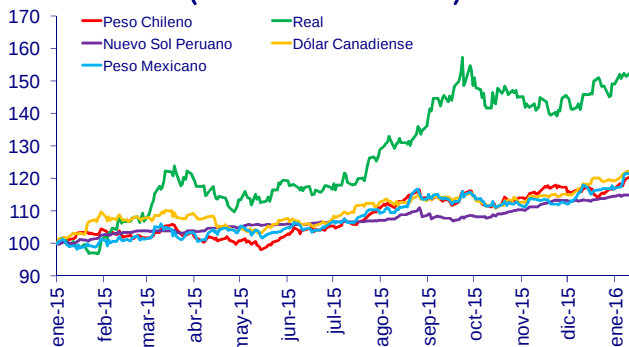
**Gráfico 5: Ebitda Negocio Remolcadores*
(Millones de US\$)**



Fuente: Reportes Compañía y Departamento de Estudios Security.

*Considera Consolidadas y no Consolidadas a valor proporcional

**Gráfico 6: Variación Monedas Relevantes
(Base 100 = Enero 2015)**



Fuente: Bloomberg y Departamento de Estudios Security.

Toneladas Transferidas en la Región mejorarían en 2016: Los datos del negocio portuario en los primeros 9 meses de 2015 muestran una recuperación en el crecimiento del tonelaje y en los márgenes operacionales, al compararlo con el año anterior. Sin embargo, esto se debe a que la base de comparación había sido afectada por un paro portuario de 22 días en enero. En adelante, estimamos que 2016 presentaría un mejor desempeño en términos de toneladas transferidas, pero consideramos que la expansión de este indicador se mantendría por debajo del nivel promedio de los últimos 5 años (cercano a 5,5% anual). No obstante, consideramos que esta mejora en el negocio portuario sería parcialmente compensada por un negocio de logística que enfrenta cada vez mayor competencia desde el exterior, principalmente en los servicios de apoyo a naves y maestranza de contenedores.

Cuadro 6: Crecimiento en Toneladas Transferidas por País*

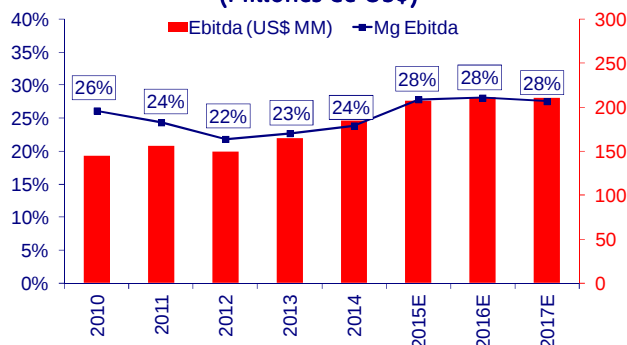
	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
Chile	-2,7%	0,2%	4,5%	3,9%	4,6%
Perú	7,4%	1,1%	3,3%	7,0%	5,8%
Ecuador	4,2%	-6,6%	1,7%	2,0%	1,6%
México	-0,9%	2,1%	4,5%	4,2%	3,2%
Florida	-0,7%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Toneladas SAAM (Miles)	18.252	18.539	19.415	20.061	20.918
Var %	-0,8%	1,6%	4,7%	3,3%	4,3%

Fuente: FMI, SAAM y Departamento de Estudios Security.

*Considera Consolidadas y no Consolidadas a valor proporcional

Estabilidad en flujos y elevada tasa de reparto de dividendos: En un escenario de menor crecimiento en la región, destacamos que la compañía ha mostrado una importante estabilidad en sus flujos operacionales (gráfico 7). En este sentido, el 30% de los ingresos del negocio de remolcadores se encuentran concesionados o con contratos de largo plazo (superiores a 5). Por otro lado, la compañía posee operaciones en 13 países, lo que le otorga una importante diversificación regional a su ebitda. En tanto, el negocio portuario funciona en base a concesiones, lo que naturalmente entrega menos volatilidad a su operación. Cabe destacar además que la compañía reparte como dividendo cerca de 50% de su utilidad anual, lo que se traduciría en un dividend yield de 5,2%, en base al precio actual de mercado.

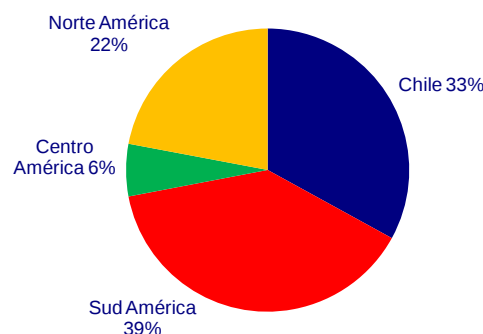
**Gráfico 1: Serie Ebitda SAAM*
(Millones de US\$)**



Fuente: Reportes Compañía y Departamento de Estudios Security.

*Considera Consolidadas y no Consolidadas a valor proporcional

**Gráfico 2: Descomposición Ebitda por Región*
(Acumulado a Septiembre 2015)**



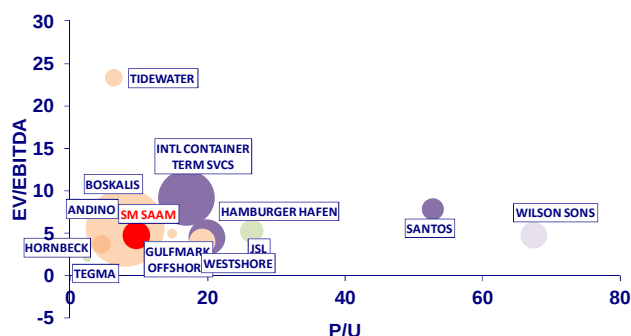
Fuente: SAAM y Departamento de Estudios Security.

*Considera Consolidadas y no Consolidadas a valor proporcional

Múltiplos y Comparables: Actualmente la compañía transa en un nivel en múltiplos bajo. El EV/Ebitda trailing (ajustado por coligadas a valor proporcional) se encuentra en 4,2x vs promedio histórico de 6,2x y 7,0x de la industria. En tanto, en términos de P/U trailing la compañía se encuentra en 10,4x vs promedio histórico de 13,5x y 19,2x para la industria. Por otro lado, en términos de B/L, la compañía se encuentra por debajo de su promedio histórico y de la industria (0,9x vs 1,3x y 1,0x).

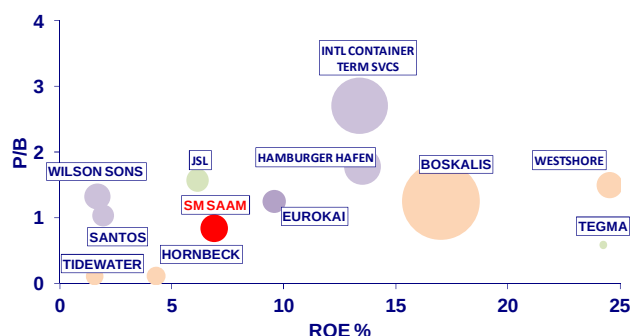
respectivamente). Cabe destacar que el promedio de la industria incluye compañías que operan remolcadores (principalmente ofrecen servicios al sector energía), otras que son exclusivamente operadores portuarios y otras dedicadas a logística (en los gráficos, naranja, morado y verde, respectivamente).

Gráfico 5: EV/Ebitda vs PU trailing Comparables



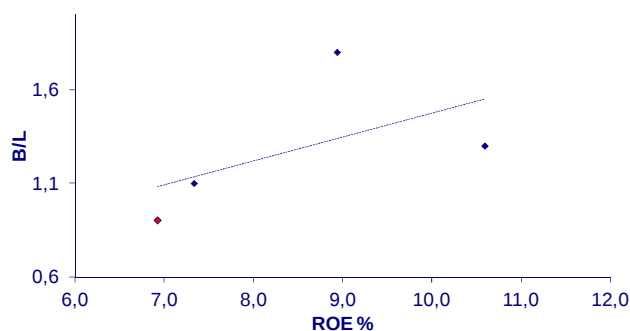
Fuente: Bloomberg y Departamento de Estudios Security

Gráfico 6: Bolsa Libro vs Roe Comparables



Fuente: Bloomberg y Departamento de Estudios Security

Gráfico 7: Múltiplo Bolsa Libro vs Roe SAAM



Fuente: Bloomberg, Económica y Departamento de Estudios Security.

En conclusión, destacamos a SAAM como una manera de exponerse favorablemente a un escenario de dólar fuerte, especialmente por su operación de remolcadores en Brasil. Por lo anterior, estimamos un precio objetivo de \$ 60 en un horizonte de 12-18 meses, con una recomendación de Sobreponderar. Consideramos que los principales riesgos a nuestra recomendación provienen de: nuevas huelgas o paralizaciones portuarias, riesgos de la naturaleza como marejadas o terremotos en los principales puertos, y un dinamismo menor a lo estimado en la transferencia de carga en Latinoamérica.

SUPUESTOS ADICIONALES DE VALORIZACIÓN

- La depreciación sobre activo fijo del consolidado se proyectó en base a las tasas históricas implícitas en los balances de la compañía. La depreciación para el no consolidado se estimó en base a las ventas.
- La caja y la deuda financiera corresponden a los últimos estados financieros presentados por la compañía (septiembre 2015).
- A partir de 2025 se estimó que los flujos de caja crecerían a una tasa nominal anual de 3%.
- El tipo de cambio utilizado para el cálculo del precio de la acción corresponde a \$730.
- En el negocio de remolcadores, hemos supuesto que la compañía recibe entre 2016 y 2017 las naves que mantiene en construcción (15) y en adelante ingresan 2 remolcadores anuales (a un costo aproximado de US\$ 7 millones cada uno)
- En el negocio portuario, suponemos que los pagos para renovar una concesión son realizados de manera diferida en el tiempo. Como referencia hemos tomado lo reportado en los estados financieros de cada puerto concesionado en Chile. Para los puertos que no tienen datos disponibles suponemos una inversión proporcional según el número de toneladas anuales.
- La tasa de costo de capital (WACC) ocupada para el descuento de flujos, así como las variables empleadas para su cálculo, se presentan en el Cuadro N°9.

Cuadro 9: ESTIMACIÓN DE COSTO DE CAPITAL DE SAAM EN DÓLARES

	Chile	México	USA	Canadá	Panamá	Brasil	Perú	Colombia	Ecuador	Uruguay	Consolidado
Tasa Libre De Riesgo	5,9%	5,8%	3,5%	3,5%	5,7%	8,0%	5,8%	6,5%	8,7%	6,3%	5,9%
Premio Riesgo accionario	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Tasa Mercado	12,4%	12,3%	10,0%	10,0%	12,2%	14,5%	12,3%	13,0%	15,2%	12,8%	12,4%
Beta	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Deuda Sobre Activos	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Patrimonio Sobre Activos	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
Tasa de Impuestos	27%	30%	40%	27%	25%	34%	30%	25%	22%	25%	29%
Costo de la Deuda	7,4%	7,3%	5,0%	5,0%	7,2%	9,5%	7,3%	8,0%	10,2%	7,8%	7,4%
Costo del Patrimonio	13,0%	12,9%	10,7%	10,7%	12,8%	15,1%	13,0%	13,7%	15,8%	13,4%	13,1%
WACC Nominal	11,3%	11,2%	9,0%	9,0%	11,1%	13,4%	11,3%	12,0%	14,1%	11,7%	11,4%

Fuente: Departamento de Estudios Security.

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS SECURITY

Dalibor Eterovic M.	Economista Jefe	deterovic@security.cl	(562) 25844540
César Guzmán B.	Gerente Macroeconomía	cguzman@security.cl	(562) 25844075
Jorge Cariola G.	Analista Senior Macroeconomía	jcariola@security.cl	(562) 25842392
Gabriel Correa I.	Analista Senior Renta Fija Internacional	gacorrea@security.cl	(562) 25843017
Constanza Pérez S.	Subgerenta de Estudios Renta Variable	cperezs@security.cl	(562) 25844998
Juan José Ayestarán N.	Jefe de Estudios	jayestaran@security.cl	(562) 25842390
Luis Felipe Galleguillos M.	Analista Senior Commodities e Industria	lgalleguillos@security.cl	(562) 25842391
Paulina Barahona N.	Analista de inversiones	pabarahona@security.cl	(562) 25842049
Francisca Castillo C.	Editora de Contenidos y Comunicaciones	fcastillo@security.cl	(562) 25844572
Aldo Lema N.	Economista Asociado	alema@security.cl	(562) 25844540

Este informe puedes descargarlo desde nuestro sitio Web

www.inversionessecurity.cl

twitter: Inv_Security