



Universidad de  
**SanAndrés**

**Universidad de San Andrés**

**Escuela de Administración y Negocios**

**Magister en Finanzas**

**Valuación del Capital Accionario de Santos Brasil  
Participações SA**

**Autor: Leandro Ariel Salas**

**DNI: 33.340.517**

**Director de Trabajo Final de Graduación: Javier Pablo Epstein**

**Buenos Aires, diciembre 2021**

## Índice

1	Resumen Ejecutivo.....	4
2	Glosario .....	5
3	Descripción del negocio.....	7
3.1	Reseña de la empresa .....	7
3.2	Composición del Capital Accionario.....	8
3.3	Estructura Corporativa .....	9
3.4	Evolución retorno de la acción .....	9
3.5	Santos Brasil .....	10
3.6	Segmentos de Negocio .....	13
3.6.1	Terminales Portuarias de Contenedores y Carga General .....	14
3.6.2	Terminal de Vehículos (TEV) .....	22
3.6.3	Logística .....	23
3.7	Descripción del ciclo operativo portuario.....	25
3.8	Estrategia y Perspectivas .....	26
4	Análisis de la Industria.....	27
4.1	Comercio Marítimo Internacional.....	27
4.2	Operadores Portuarios.....	35
5	Análisis Competitivo .....	39
5.1	Análisis Competitivo Regional .....	39
5.2	Análisis Competitivo Brasil .....	40
5.3	Análisis Competitivo Puerto de Santos .....	43
5.4	Análisis comercio exterior Brasil.....	45
5.5	Cartera de proyectos portuarios del gobierno de Brasil .....	49
6	Análisis de Riesgos y Oportunidades .....	51
6.1	Riesgos.....	51
6.2	Oportunidades .....	52

7	Análisis Financiero .....	52
7.1	Ingreso y Costos Unitarios .....	52
7.2	Estructura de Costos .....	57
7.3	EBIT y EBITDA .....	60
7.4	ROA y ROE .....	62
7.5	Deuda financiera .....	64
7.6	Estructura de Capital.....	67
7.7	Liquidez .....	69
7.8	Inversiones de Capital .....	70
7.9	Ratios de gestión.....	73
7.10	Conclusiones.....	75
8	Valuación por Flujo de Fondos Descontados.....	75
8.1	Parámetros.....	77
8.2	Tasa de descuento.....	80
8.3	Tasa de crecimiento del Valor Terminal .....	83
8.4	Escenario Base.....	83
8.4.1	Volúmenes estimados y variables macroeconómicas .....	84
8.4.2	Ingresos Unitarios por líneas de Negocios .....	85
8.4.3	Descuento de Flujos de Fondos.....	86
8.5	Escenario Optimista .....	88
8.5.1	Volúmenes estimados y variables macroeconómicas .....	89
8.5.2	Ingresos Unitarios por líneas de Negocios .....	90
8.5.3	Descuento de Flujos de Fondos.....	91
8.6	Escenario Pesimista .....	92
8.6.1	Volúmenes estimados y variables macroeconómicas .....	93
8.6.2	Ingresos Unitarios por líneas de Negocios .....	94
8.6.3	Descuento de Flujos de Fondo .....	95
9	Valuación por Múltiplos Comparables.....	96

9.1	Adquisiciones de referencia en el mercado local.....	97
9.2	EV/EBITDA en el sector de Transporte y Logística .....	98
9.3	Valuación Santos Brasil vs. Comparables.....	99
9.4	Valuación por Múltiplo EV/EBITDA .....	104
9.5	Valuación por Múltiplo EV/EBITDA según últimas adquisiciones .....	105
10	Anexo .....	106
10.1	Tecon Santos .....	106
10.2	Tecon Imbituba .....	106
10.3	Tecon Vila Do Conde .....	107
10.4	Terminal de Vehículos.....	107
10.5	Logística.....	108
10.6	Cuadros y Tablas .....	108
11	Bibliografía .....	122
12	Reportes y Artículos .....	123
13	Sitios Web .....	125

## 1 Resumen Ejecutivo

El objeto del presente trabajo final de graduación es realizar un análisis financiero y ejercicio de valuación de Santos Brasil Participações SA, una compañía holding con sede en Brasil dedicada a brindar servicios portuarios y logísticos. Para llevar a cabo dicho análisis, este trabajo realiza, en primer lugar, un estudio de la compañía a partir de sus balances anuales, presentaciones corporativas, y la información de fuente pública relacionada a su realidad económica. Este proceso abarca un análisis exhaustivo de la empresa, tanto de forma individual (su historia, su actividad y aspectos financiero-operativos en general) como de la industria de la cual participa y desarrolla sus negocios.

En segundo lugar, el trabajo se enfoca en la valuación de la empresa, para lo cual se siguen dos metodologías: Flujo de Fondos Descontados y Valuación por Múltiplos Comparables, al 31 de marzo de 2021.

Para el método de Flujo de Fondos Descontados, se utilizan los Flujos de Fondos Libres de la Firma, con el Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC) como tasa de descuento, estimado en base al modelo "Capital Asset Pricing Model" (CAPM). A partir de este ejercicio, el cual se realiza en moneda local (real brasileño), se obtiene un valor del capital accionario de STBP3 de R\$ 5,0 por acción. Se plantean dos escenarios de sensibilidad alternativos (optimista y pesimista), los cuales indican que el valor de la acción puede variar entre R\$ 3,3 y R\$ 9,8 por acción.

Para el método Valuación por Múltiplos Comparables, se hace uso del múltiplo EV/EBITDA y una muestra de compañías comparables a STBP3 pertenecientes a la industria de infraestructura en transporte, considerando compañías locales, de mercados emergentes y de frontera, como así también compañías de Europa de características similares al negocio del holding. Como resultado, se obtiene un valor del capital accionario de STBP3 entre R\$ 3,2 y R\$ 5,2 por acción.

La diferencia entre el valor obtenido en la valuación (escenario base, R\$ 5,0) con respecto al precio de mercado a la fecha de valuación (R\$ 6,82), permite concluir que las expectativas de crecimiento que reflejan los precios de mercado parecen ser mayores que las utilizadas en el modelo.

## 2 Glosario

### ANTAQ

Agência Nacional de Transportes Aquaviários o Agencia Nacional de Transportes Acuáticos de Brasil, 40

### Bovespa

El índice Bovespa es el más importante indicador del desempeño de las cotizaciones del mercado de acciones brasileño, 7, 81, 82

### Brownfield

Son aquellos proyectos que se realizan en terrenos previamente desarrollados o construidos, 51

### CAGR

Compound annual growth o tasa de crecimiento anual compuesta, 15

### CAPEX

Capital Expenditures, o Gastos de Capital, es la inversión en capital o inmovilizado fijo que realiza una compañía, 71

### CAPM

Capital Asset Pricing Model, 4, 81

### CODESP

Companhia Docas do Estado de São Paulo (CODESP) es la autoridad portuaria del estado brasileño de São Paulo, donde se encuentra el puerto de Santos. En la actualidad se denomina Autoridade Portuária de Santos S.A. (Santos Port Authority – SPA), 22

### Contenerización

Concepto que hace referencia a la utilización de contenedores para el transporte de cargas marítimas y su movimiento en los puertos. Es el proceso por el cual el cambio tecnológico cambia las cargas desde una modalidad previamente usada hacia la utilización del contenedor como estándar, 20, 27

### COVID-19

Acónimo de la enfermedad infecciosa causada por el virus

SARS-CoV-2. El impacto socioeconómico de la pandemia de COVID-19 por la expansión de la enfermedad, ha generado una grave crisis mundial que inició a principios del año 2020, primeramente en China, y luego en todo el mundo, 11, 12, 125

### CUCI

Clasificación Uniforme de Comercio Internacional o Standard International Trade Classification (SITC), 46, 47

### EBIT

Earnings before interest and taxes o ganancia antes de intereses e impuestos, 87

### EV

Enterprise Value o Valor Empresa, 4, 97, 98, 103, 104, 105

### Freight Forwarders

o Agentes de Carga, se encarga de ofrecer servicios de logística internacional a clientes, exportadores o importadores, de manera personalizada y atendiendo a necesidades específicas., 32

### GCC

Gulf Cooperation Council o Consejo de Cooperación para los Estados Árabes del Golfo. Creado el 25 de mayo de 1981, el Consejo lo forman Baréin, Kuwait, Omán, Catar, Arabia Saudita y los Emiratos Árabes Unidos, 33

### IBOV

Ticker o código de bolsa correspondiente al índice Bovespa, 82

### Joint Venture

Una empresa conjunta, alianza estratégica o alianza comercial o consorcio, también denominada con el anglicismo joint venture, es un tipo de acuerdo comercial de inversión conjunta a largo plazo entre dos o más personas (habitualmente personas

<p>jurídicas o comerciantes), a quienes se les denomina venturers o socios, 42</p>	<p>Ticker o código de mercado correspondiente a Santos Brasil en el mercado de valores de Brasil, 4, 82, 98, 103</p>
<p><b>M&amp;A</b> Mergers &amp; Acquisitions, o Fusiones y Adquisiciones, 71</p>	<p><b>TEU</b> Twenty Equivalent Unit, es la capacidad de carga que tiene un contenedor estándar de 20 pies, 19, 27, 97, 98</p>
<p><b>NAFTA</b> North American Free Trade Agreement o Tratado de Libre Comercio de América del Norte, es una zona de libre comercio entre Canadá, Estados Unidos y México. El Tratado permite reducir los costos para promover el intercambio de bienes entre los tres países, 33</p>	<p><b>TIR</b> La tasa interna de retorno (TIR) de una inversión es la media geométrica de los rendimientos futuros esperados de dicha inversión, y que implica por cierto el supuesto de una oportunidad para "reinvertir". En términos simples, diversos autores la conceptualizan como la tasa de descuento con la que el valor actual neto o valor presente neto (VAN o VPN) es igual a cero, 81</p>
<p><b>Post-Panamax</b> Se definen como buques Post-Panamax aquellos buques que exceden las dimensiones máximas para transitar por el Canal de Panamá (el cual une el océano Pacífico y el Atlántico). Un portacontenedor Post-Panamax es aquel que puede llevar más de 13 hileras de contenedores (TEU) a lo ancho del buque., 20</p>	<p><b>TPM</b> Tonelaje de peso muerto, tonelaje de porte bruto o DWT (acrónimo del término en inglés Deadweight tonnage), es la medida para determinar la capacidad de carga sin riesgo de una embarcación, cuyo valor se expresa en toneladas, normalmente especificado en "toneladas métricas" para diferenciar con otras medidas usadas en comercio internacional como la tonelada corta, 29</p>
<p><b>Programa de Parcerias de Inversiones (PPI)</b> El Programa de Parcerias de Inversiones (PPI), creado por la Ley nº 13.334/2016, reúne los principales proyectos de concesiones y privatizaciones del Gobierno Federal de Brasil, 49</p>	<p><b>TTM</b> Trailing Twelve Months o últimos doce meses, 103</p>
<p><b>RO-RO</b> Acrónimo del término inglés roll on-roll off, el cual se utiliza para definir todo tipo de buque o barco que transporta cargamento rodado., 26</p>	<p><b>WACC</b> Weighted Average Cost of Capital. En español, refiere al Costo Promedio Ponderado del Capital, 4, 76, 80, 87</p>
<p><b>SPA</b> Santos Port Authority o Autoridade Portuária de Santos S.A., es la autoridad portuaria del estado brasileño de São Paulo, 22</p>	<p><b>YTM</b> Acrónimo inglés de Yield to Maturity, es el rendimiento al vencimiento, 81</p>



## 3 Descripción del negocio

### 3.1 Reseña de la empresa

Santos Brasil Participações SA es un holding con sede en Brasil que brinda servicios de logística completa de "puerto a puerta". A través de sus subsidiarias, la Compañía administra y opera instalaciones portuarias y brinda soluciones de logística integrada para el transporte de cargas. La Compañía opera en tres áreas de negocio: operación de terminales portuarias de contenedores y carga general, que incluye a los operadores portuarios dedicados a la carga y descarga de buques portacontenedores y depósitos aduaneros que brindan el almacenamiento de la carga que se maneja en sus muelles; logística, que ofrece centro de distribución y servicios de transporte; y operaciones de terminal de vehículos, que brinda carga y descarga de vehículos y almacenamiento de automóviles en puerto. Las tres terminales de contenedores de la Compañía están ubicadas en los estados de Sao Paulo, Para y Santa Catarina, siendo el mayor operador portuario de Brasil (y de Sudamérica), con actividades en 5 terminales portuarias en total: 3 terminales de contenedores, 1 terminal de vehículos y 1 terminal de carga general.

La Compañía inició actividades en el año 1997, ganando la licitación del puerto de Tecon Santos por 25 años. En el año 2006 la Compañía se vuelve pública, listándose en el Bovespa, fortaleciendo el esquema de gobierno corporativo y estableciendo los cimientos para futuras expansiones en sus operaciones. En el año 2007 adquiere Mesquita (Santos Brasil Logística en la actualidad), habilitando a la Compañía a proporcionar mayores servicios logísticos de gran escala a sus clientes. En los 2 años siguientes, suma una terminal de contenedores (Vila do Conde) y una terminal de carga general (Imbituba) a su portafolio de negocios, con el objetivo de asistir con más amplitud la Costa Brasileira y poder convertirse en el líder nacional en logística portuaria. En el año 2009 adquiere, por medio de una licitación, la concesión para operar en Santos una terminal de vehículos por 25 años (con opción a renovar por 25 años adicionales). En el año 2010, la empresa pasó por un proceso de reestructuración corporativa, con la fusión de unidades de negocios en una Compañía holding, y rediseño de la marca. En el año 2012, la terminal de Tecon Santos establece un récord en el sector portuario de Brasil, manejando 105.530 contenedores en un solo mes. En el año 2013, la misma terminal recibe el buque más grande de la historia del puerto. Dado el



suceso, la calificadora Standar & Poors mejora la calificación de la Compañía a “brAAA”, la calificación más alta para una empresa de Brasil. En el año 2014, la terminal Tecon Santos sobrepasa los 200 movimientos por hora (MPH) para un solo barco, denostando un récord en la productividad de sus operaciones, manteniendo un promedio de 100 MPH en la terminal. En el año 2015, la concesión de la terminal Tecon Santos es renovada por un período de 25 años adicionales. En el año 2016, las acciones de Santos Brasil son migradas al “Novo Mercado”, segmento B3 (ex BM&FBovespa) donde se ubican las compañías con el más alto nivel de gobierno corporativo, convirtiendo todas las acciones preferidas en acciones con derecho a voto. Luego, en el año 2017, la Compañía renueva la concesión de la terminal Tecon Vila Do Conde por un período de 15 años. En el año 2018, la terminal Tecon Santos vuelve a romper otro récord de productividad operativa, superando la marca de 243,58 MPH. Al siguiente año, se realiza la reestructuración de Santos Brasil Logística, intensificando los servicios in house y generando una mayor integración de las operaciones logísticas con el puerto. Más recientemente, en el año 2020, la Santos Brasil recauda R\$ 790 millones a través de una emisión primaria de acciones en la bolsa (B3) con el objetivo de participar en nuevas licitaciones de activos portuarios, verticalizar e integrar la cadena logística portuaria desde la plataforma Santos Brasil Logística (SBLog), ampliar y consolidar la participación en el manejo brasileño de contenedores, y otros fines corporativos varios.

### 3.2 Composición del Capital Accionario

Actualmente, los accionistas que conforman el capital de Santos Brasil Participações SA, son los siguientes:

Accionistas	Posición en jun-21 (Acciones con Voto)	%
The Bank of New York ADR Department	198.897.030	23,1%
PW237 Participações S.A.	149.382.595	17,3%
Opportunity (funds)	65.609.269	7,6%
Management	4.237.441	0,5%
Tesorería	419.248	0,1%
Otros	443.932.795	51,5%
<b>Total</b>	<b>862.478.378</b>	<b>100,0%</b>

Tabla 1. Accionistas de Santos Brasil Participações SA. Fuente: Santos Brasil Investor Relations

### 3.3 Estructura Corporativa

A continuación, se detalla la estructura corporativa del holding, según las distintas subsidiarias y participaciones al cierre del ejercicio 2020:

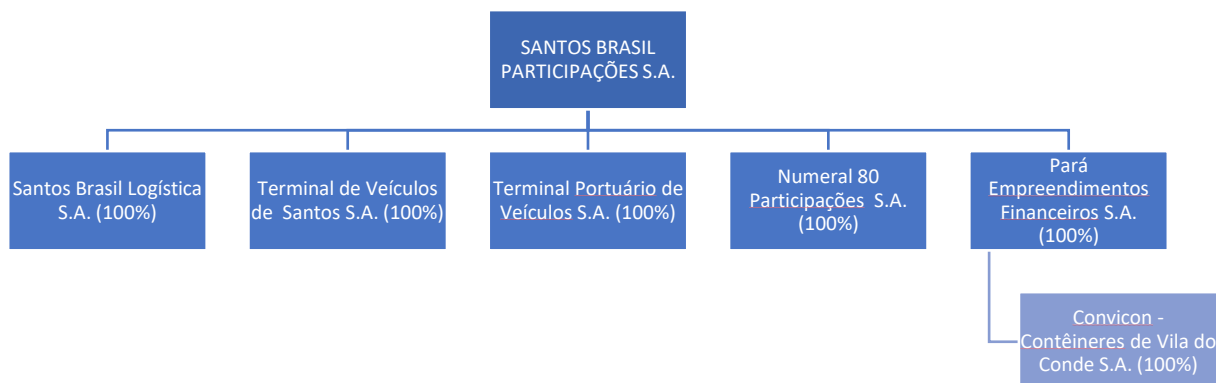
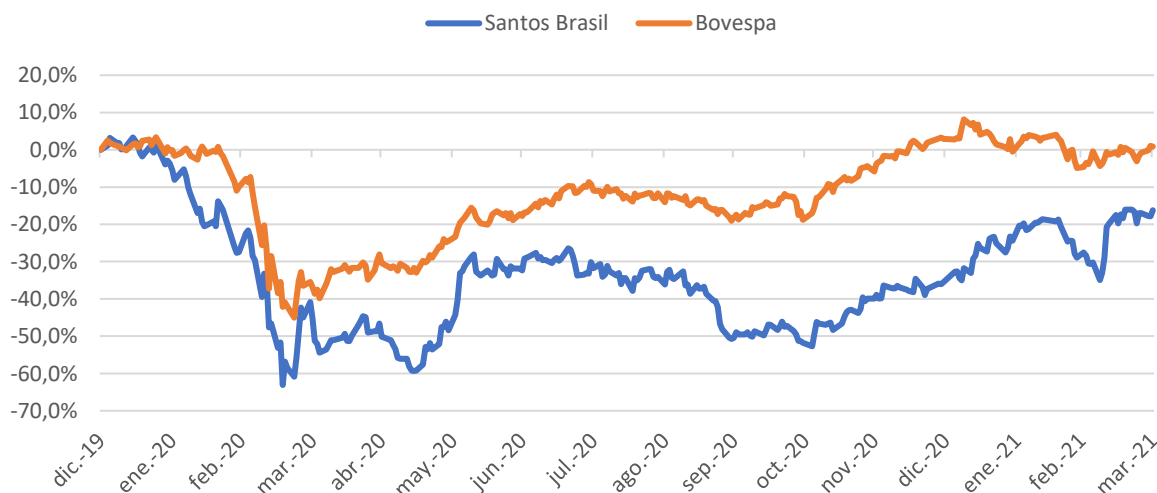


Ilustración 1. Estructura Corporativa de Santos Brasil Participações SA. Fuente: Santos Brasil Investor Relations

### 3.4 Evolución retorno de la acción

A continuación, se presenta la evolución del retorno de la acción en moneda local (real brasileño) desde el 31/12/2019 hasta el 31/03/2021, de forma comparativa con la evolución del índice Bovespa.

Gráfico 1: Evolución retorno en R\$

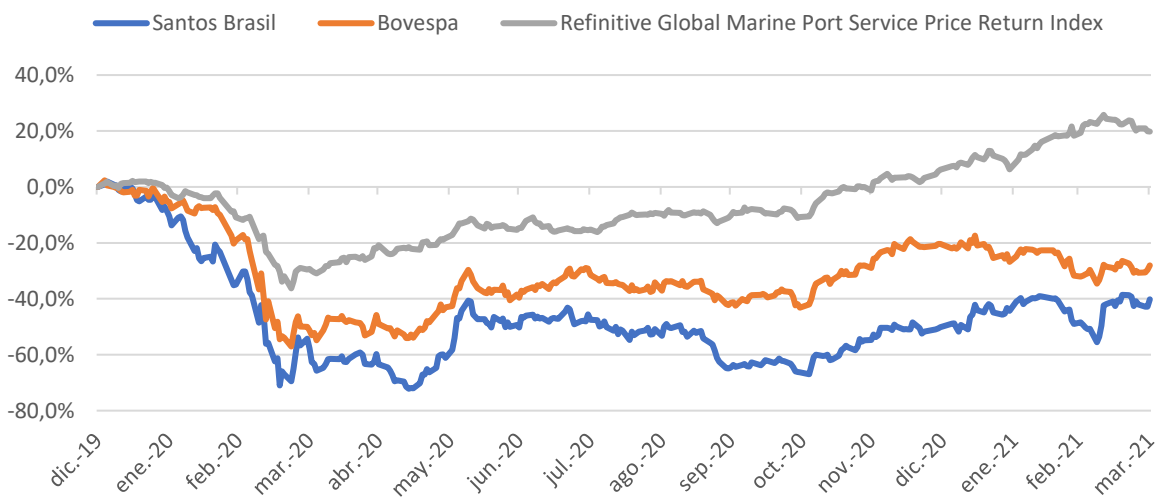


Fuente: Elaboración propia en base a Eikon

Si bien el retorno de la acción de Santos Brasil para el período seleccionado presenta un menor desempeño que el índice Bovespa, se destaca que, para el primer trimestre del 2021, la acción ha tenido un desempeño de +29,9%, muy superior a la evolución del índice Bovespa (-2%).

Por otro lado, si comparamos el retorno en dólares de la acción de Santos Brasil, el índice Bovespa y el índice Refinitive Global Marine Port Service Price Return Index (más representativo de la industria en la que opera la Compañía a nivel global), vemos que la industria ha recuperado al 31/03/2021 el fuerte golpe que han sufrido los principales mercados de acciones globales por la pandemia COVID-19, a diferencia de lo que sucedió con el retorno de la acción de la Compañía y el mercado de acciones de Brasil. Es importante remarcar también la depreciación que ha sufrido el real brasileño con respecto al dólar en el período (-28,63%).

**Gráfico 2: Evolución retorno en US\$**



Fuente: Elaboración propia en base a Eikon

### 3.5 Santos Brasil

La Compañía es referente en la operación portuaria de contenedores y en la provisión de logística integrada de servicios. Con sede en São Paulo y cotización pública, cotiza en Novo Mercado de B3, la categoría para empresas que están comprometidas con el más alto estándar de gobierno corporativo de Brasil.

Adicionalmente, está incluida en el S&P / B3 Brasil ESG Index<sup>1</sup>, lo que demuestra su adhesión a las mejores prácticas para el desarrollo sostenible. Ofrece soluciones logísticas integradas y completas, que van desde el puerto hasta el comercio electrónico, incluida la actividad portuaria, el almacenamiento, la gestión de inventarios, el transporte por carretera (con flota propia) y distribución, además de los servicios de operación logística para el cliente. Las terminales y los centros logísticos satisfacen en conjunto las demandas personalizadas de 9.472 clientes, incluidos importadores y exportadores de diversas industrias, como la química, automotriz, farmacéutica, alimentación, bienes de consumo y agroindustria, entre otras. La empresa cuenta con más de 2.800 colaboradores que realizan operaciones en terminales portuarias, centros logísticos y de distribución, almacenes y oficinas. Se destaca que todos los servicios que provee Santos Brasil son fijados con precios en moneda local (real brasileño).

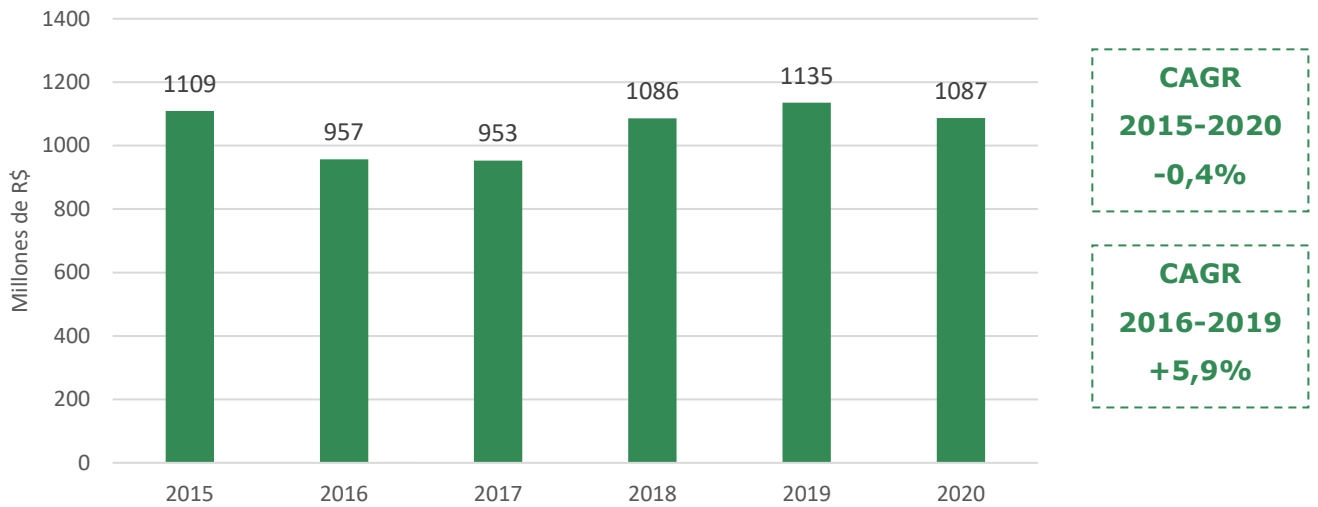
La capitalización de mercado de Santos Brasil al 31/03/2021 era de R\$ 5.882 millones<sup>2</sup>, con ventas netas totales al cierre del Q1 2021 por R\$ 314,6 millones y un EBITDA consolidado de R\$ 106 millones. Al 2020, las ventas netas consolidadas de Santos Brasil fueron de R\$ 1.087 millones, bajando un 4% respecto al año 2019, afectadas principalmente por el efecto del COVID-19. Si bien entre 2015 y 2020 la tasa de crecimiento anual compuesto (CAGR, por sus siglas en inglés) fue de -0,4%, se destaca que desde 2016 a 2019 (previo a la pandemia COVID-19), el crecimiento de las ventas era a un ritmo de 5,9%.

---

<sup>1</sup> El S&P/B3 Brazil ESG Index es un índice amplio que busca medir el desempeño de títulos que cumplen con criterios de sustentabilidad y es ponderado por las puntuaciones ESG de S&P DJI. El índice excluye acciones con base en su participación en ciertas actividades comerciales, su desempeño en comparación con el Pacto Mundial de las Naciones Unidas y también empresas sin puntuación ESG de S&P DJI.

<sup>2</sup> El precio de la acción al 31/03/2021 era de R\$ 6,82 y existía un total 862,5 millones de acciones en circulación.

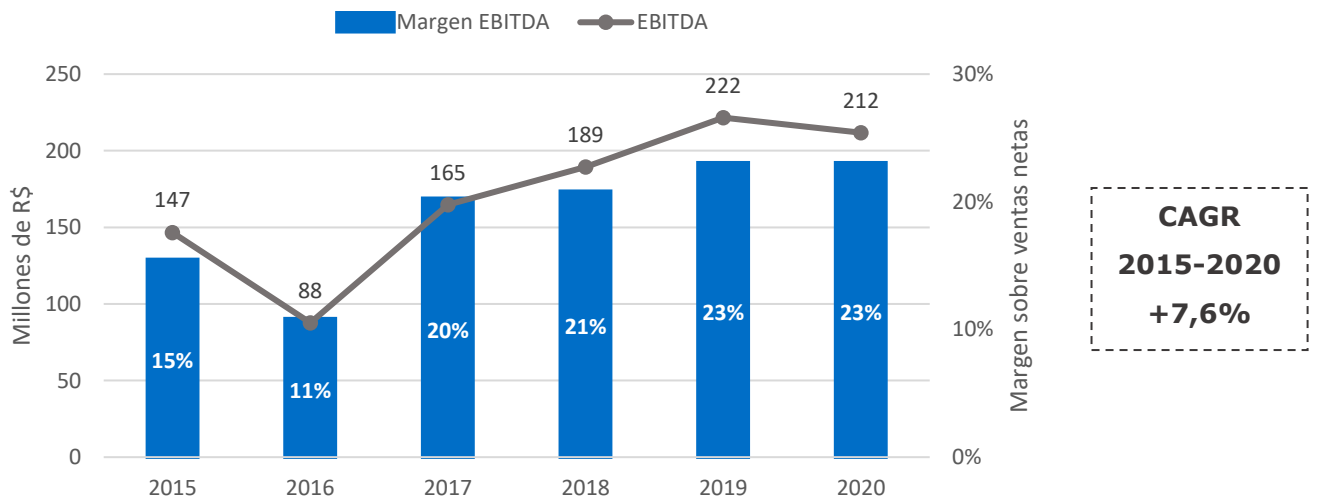
**Gráfico 3: Evolución Ventas Netas**



Fuente: Elaboración propia en base a Santos Brasil Investor Relations

En el año 2020, el EBITDA consolidado de Santos Brasil fue de R\$ 211,7 millones, bajando un 4% respecto al año 2019, en línea a la baja que presentaron las ventas para el mismo período. Entre 2015 y 2020 la tasa de crecimiento anual compuesto del EBITDA fue de 7,6% direccionado por el crecimiento del volumen de contenedores operados.

**Gráfico 4: Evolución EBITDA**

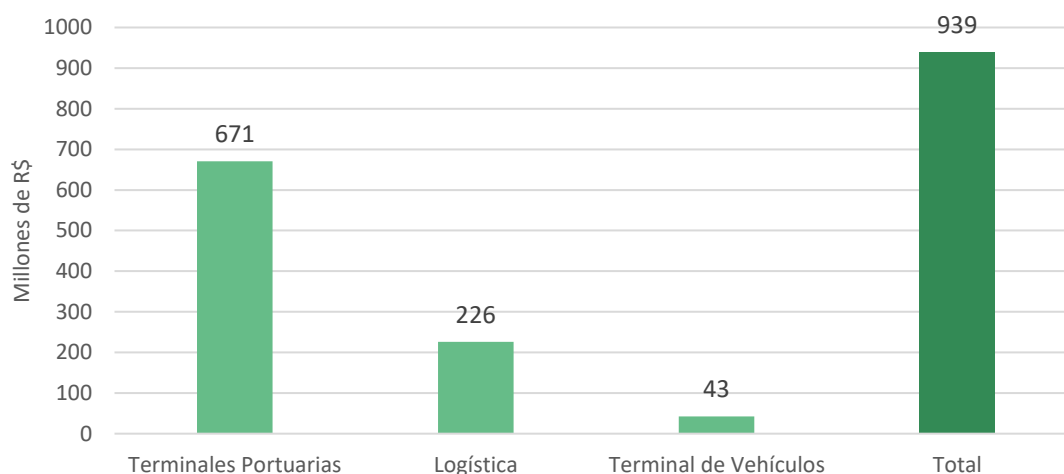


Fuente: Elaboración propia en base a Santos Brasil Investor Relations

### 3.6 Segmentos de Negocio

El portafolio de Santos Brasil se compone de las siguientes unidades de negocios: Terminales Portuarias, Logística y Terminal de Vehículos. El negocio más relevante (tanto en EBITDA como en ventas) es el de Terminales Portuarias. Para el año 2020, el 71% de las ventas netas es aportado por esta unidad de negocios:

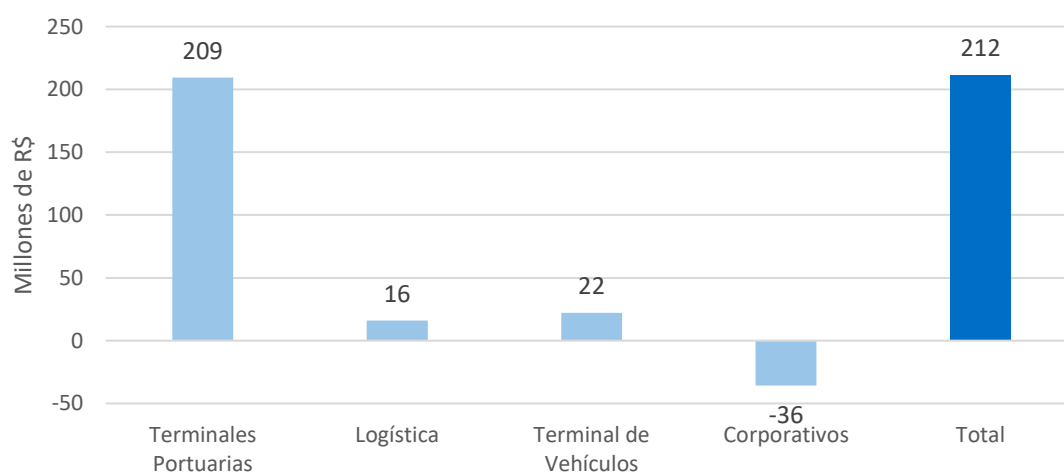
**Gráfico 5: Composición Ventas Netas 2020**



Fuente: Elaboración propia en base a Santos Brasil Investor Relations

En la misma línea, el EBITDA 2020 se explica por el aporte de las Terminales Portuarias del holding:

**Gráfico 6: Composición EBITDA 2020**



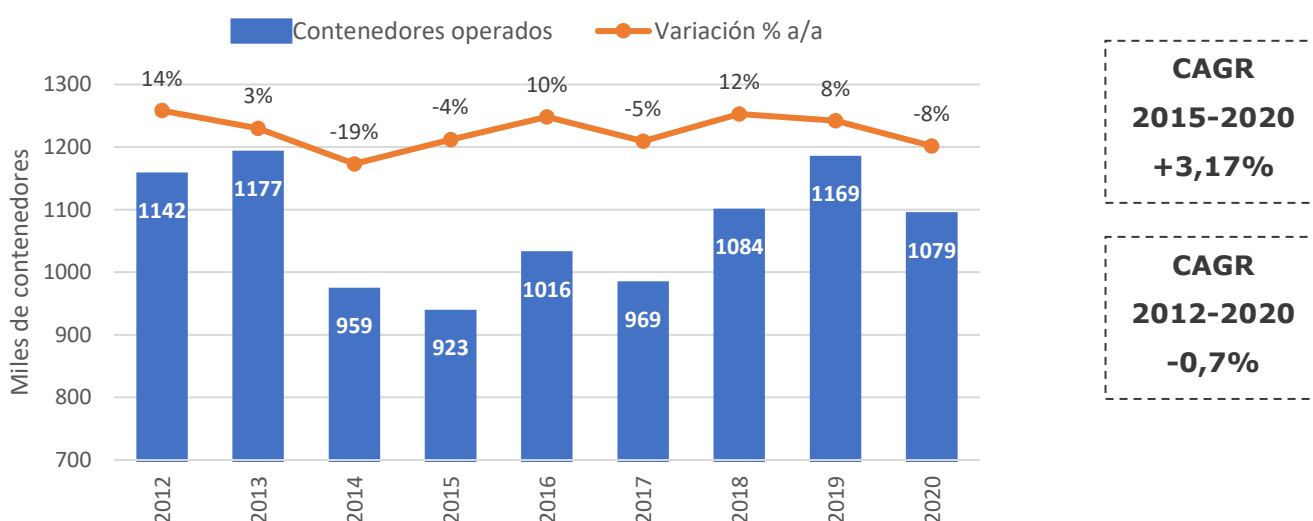
Fuente: Elaboración propia en base a Santos Brasil Investor Relations

### 3.6.1 Terminales Portuarias de Contenedores y Carga General

Esta unidad de negocios lleva adelante la operación de contenedores de importación y exportación en Santos, Pará (Vila do Conde) e Imbituba. La operación portuaria incluye el manejo integral de la carga, brindando servicios de almacenamiento y manejo en plaza, conectando el puerto con la cadena logística de forma integral. Los activos incluyen 4 terminales: 3 enfocadas en logística de contenedores (Tecon Santos, Tecon Vila do Conde y Tecon Imbituba) y 1 terminal enfocada en carga general (ubicada en Imbituba).

Respecto al volumen de contenedores consolidado, si bien la tasa de crecimiento anual compuesto para el período 2012-2020 es de -0,7%, hay que destacar la baja del volumen que se presentó en 2014 (-19% respecto al año anterior) producto del ingreso de nuevos jugadores al complejo portuario de Santos. A partir de ese nuevo contexto competitivo, Santos Brasil ha ido creciendo en volumen operado, recuperando niveles previos al año 2014 (CAGR 2015-2020 del 3,17%). Nuevamente, se destaca la afectación por la pandemia del COVID-19 en el año 2020 (disminuyendo un 8% el volumen respecto al año 2019).

**Gráfico 7: Evolución volumen de contenedores**

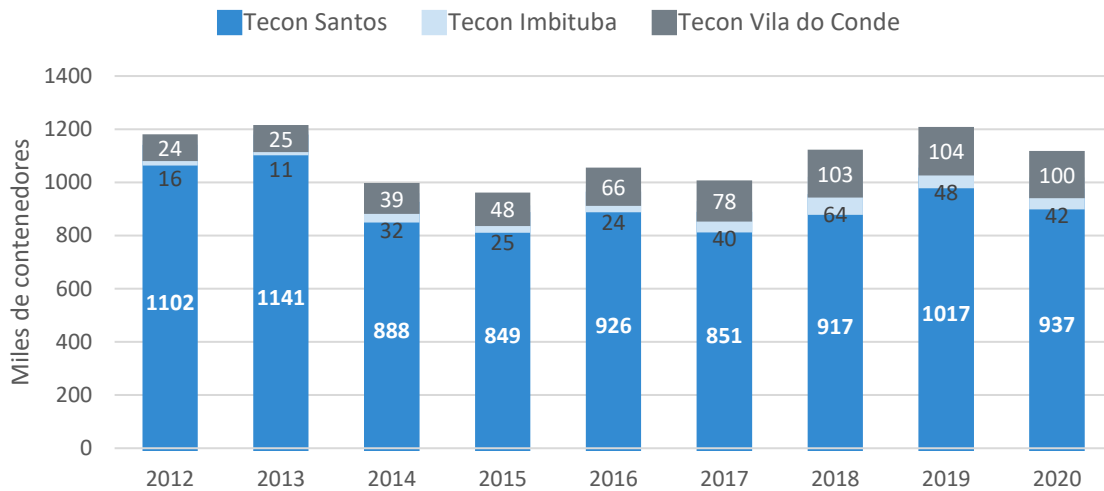


Fuente: Elaboración propia en base a Santos Brasil Investor Relations

En cuanto al mix de volumen operado por terminal, el 90% del volumen es operado por la terminal Tecon Santos.



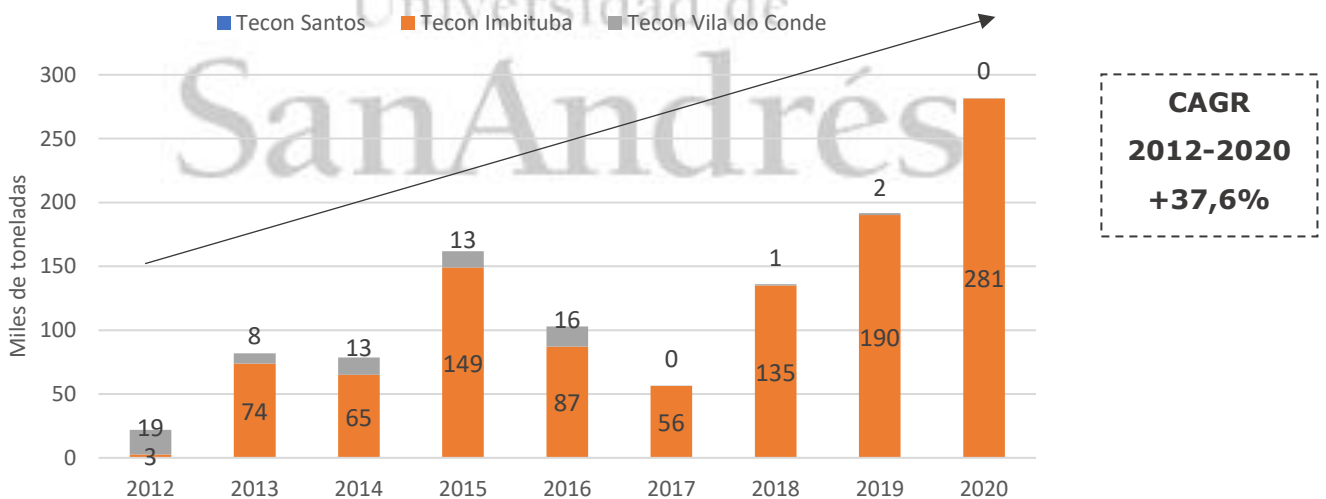
### Gráfico 8: Volúmen contenedores por terminal



Fuente: Elaboración propia en base a Santos Brasil Investor Relations

Por otro lado, el volumen de carga general ha tenido un crecimiento relevante desde el año 2017, con un CAGR de 37,6% para el período 2012-2020. Casi la totalidad del volumen es operado por la terminal Tecon Imbituba.

### Gráfico 9: Evolución volumen carga general



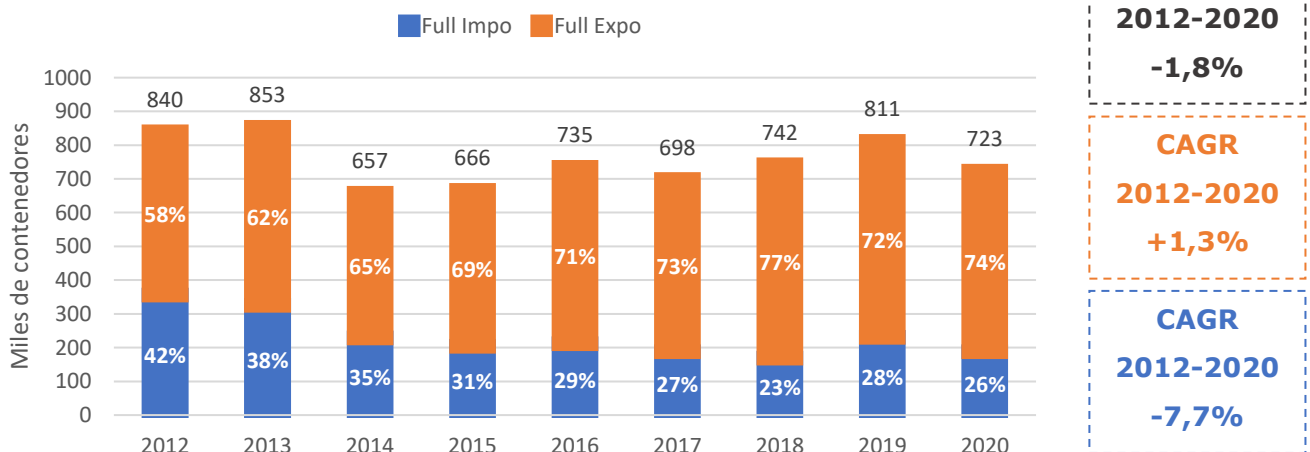
Fuente: Elaboración propia en base a Santos Brasil Investor Relations

Si bien los ingresos por ventas netas de Terminales Portuarias responden a las variaciones de los volúmenes operados, se destacan dos variables que afectan sensiblemente los ingresos: la participación de contenedores full sobre el total de

contenedores operados, y la participación de contenedores full de importación sobre el total de contenedores full.

Es importante remarcar que los contenedores de importación full generan mayores ventas por unidad que cualquier otro tipo de volumen operado (expo full, vacíos, o transbordo). Esto se debe a que los contenedores de importación generan una serie de tarifas adicionales (la descarga de la carga y varios cargos vinculados al almacenamiento de la mercadería). Desde el momento en que el contenedor “toca el suelo”, Santos Brasil comienza a cobrar por el almacenamiento de este (independientemente si el contenedor ha completado el proceso de liberación en la aduana). Los contenedores importados pasan unos 10 días en promedio en el puerto, y los importadores optan por dejar la carga en el puerto durante este tiempo porque de lo contrario necesitarían pagar por el almacenamiento fuera del puerto. Por este motivo, prefieren pagar tarifas portuarias más altas y retirar la carga cuando la necesitan, lo que ayuda también a su manejo del capital de trabajo (dado que cuando se recoge la carga en el puerto, deben “nacionalizarla” y pagar impuestos). Por otro lado, los contenedores de exportación reciben almacenamiento gratuito por hasta ocho días. Se destaca también que la tarifa para los contenedores vacíos es aproximadamente la mitad de lo que se factura a los contenedores llenos.

**Gráfico 10: Evolución mix contenedores Full Tecon Santos**

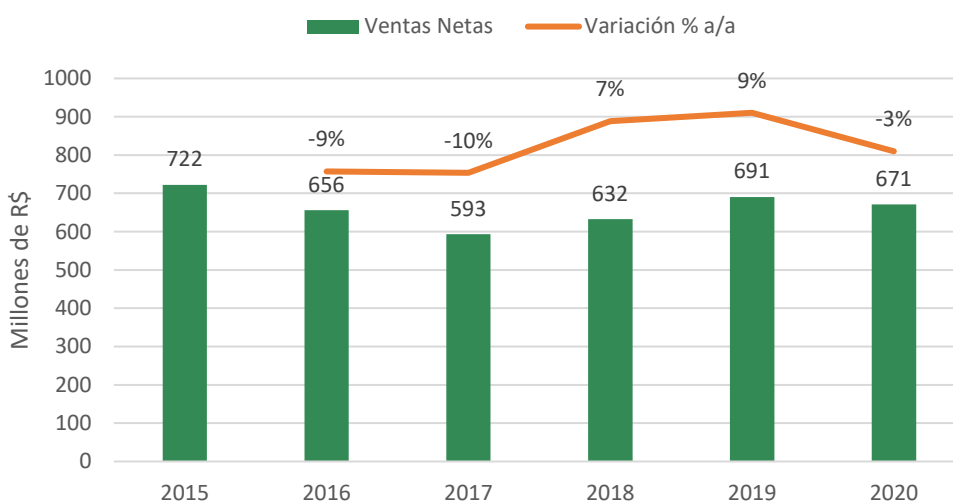


Fuente: Elaboración propia en base a Santos Brasil Investor Relations

Podemos observar que para el período 2012-2020, los contenedores full (impo + expo) tienen una tasa de crecimiento anual compuesto del +1,8%, con mayor peso de contenedores full de expo (creciendo a un CAGR para el período 2012-2020 de +1,3%) respecto a los contenedores de importación, los cuales tienen una tasa de crecimiento CAGR para el período 2012-2020 de -7,7%. La participación de estos últimos en el mix es en promedio 25% para los últimos 5 años.

El efecto en las ventas de la baja en el mix de participación de contenedores full de importación se puede observar en el año 2018, en el cual el volumen total de contenedores tuvo una mejora del 12% respecto al año anterior (Gráfico 7), pero con una baja del 10,3% en el volumen de contenedores full de importación (a pesar de sostener más del 80% de participación de contenedores full sobre el total de contenedores operados). Esto generó una mejora de los ingresos de sólo el 7% para el período.

**Gráfico 11: Ventas Netas Terminales Portuarias**

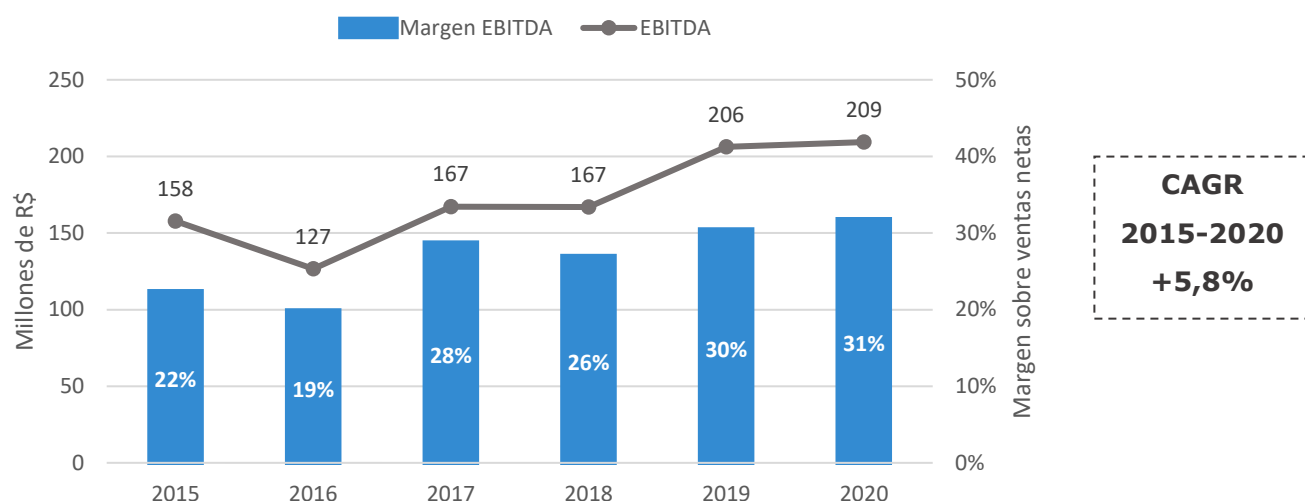


**CAGR  
2015-2020  
-1,5%**

Fuente: Elaboración propia en base a Santos Brasil Investor Relations

Respecto al EBITDA de Terminales Portuarias, la tasa de crecimiento anual compuesto para el período 2015-2020 es 5,8%, sosteniendo un margen del 30% en los últimos 2 años.

**Gráfico 12: Evolución EBITDA Terminales Portuarias**



Fuente: Elaboración propia en base a Santos Brasil Investor Relations

A continuación, se presenta una breve reseña de las distintas terminales que componen la unidad de negocios de Terminales Portuarias y su evolución operativa<sup>3</sup>.

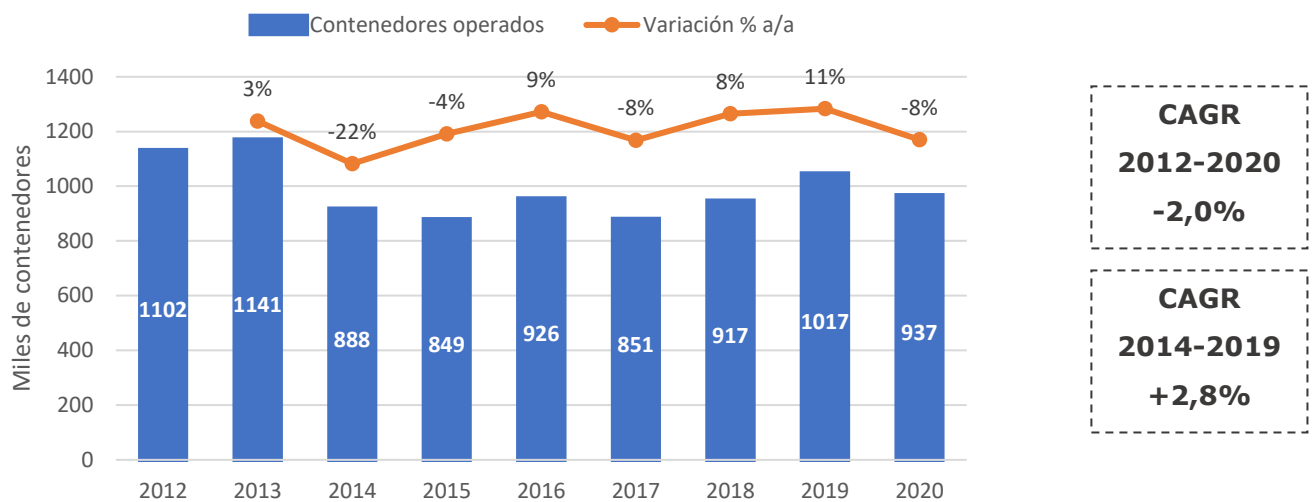
### 3.6.1.1 Tecon Santos

La terminal de Tecon Santos es el activo más importante del holding. Es el puerto más grande de Sudamérica, operando más del 25% de la balanza comercial brasileña, con excelentes conexiones con las principales rutas terrestres. En el año 1997 la Compañía ganó la licitación para gestionar esta terminal portuaria por 25 años con opción de renovar por 25 años más, lo cual ocurrió en el año 2015. Con un área de casi 600 mil metros cuadrados, es actualmente la terminal de contenedores más grande de América Latina y la más eficiente del país.

Tecon Santos es la terminal donde se opera el 85% promedio del volumen total de la Compañía. Si bien ha sufrido el ingreso de nuevos competidores desde el año 2014, desde ese período hasta el año 2019, el volumen de contenedores presentaba una tasa de crecimiento anual compuesto del 2,8%.

<sup>3</sup> La Compañía no publica la información en los estados contables correspondiente a las distintas terminales que componen la unidad de negocio descripta. La información pública sólo refiere a los volúmenes operativos y gastos de capital.

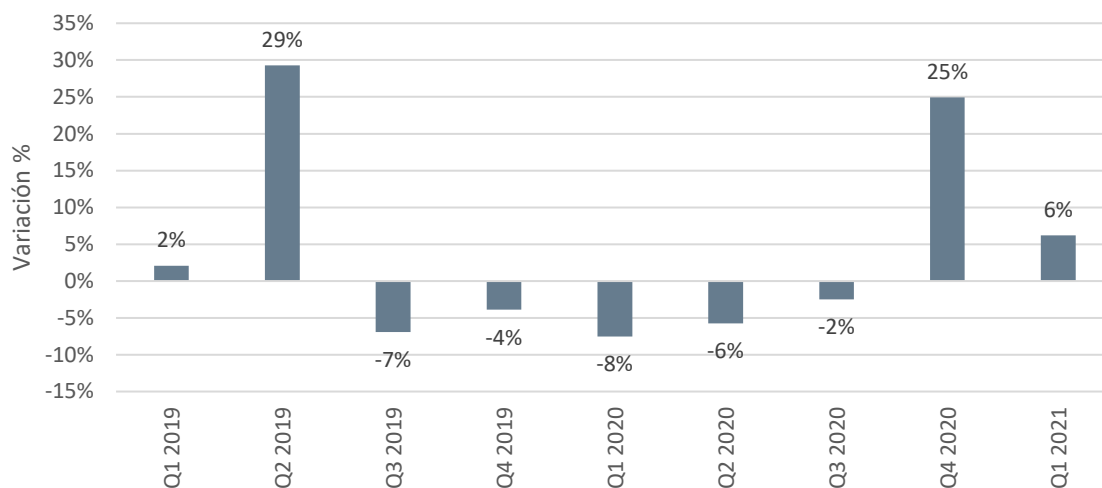
**Gráfico 13: Evolución volumen Tecon Santos**



Fuente: Elaboración propia en base a Santos Brasil Investor Relations

Si observamos la evolución de los últimos 2 años por trimestre, vemos una recuperación del volumen operado sobre el último trimestre del 2020 y el 1º trimestre de 2021.

**Gráfico 14: Volumen Tecon Santos (% QoQ)**



Fuente: Elaboración propia en base a Santos Brasil Investor Relations

Actualmente, la terminal se encuentra en un nuevo ciclo de inversiones, con foco en la eficiencia de sus operaciones y expansión de la capacidad operativa (tanto en volumen como en operaciones simultaneas a buques). La capacidad actual de la terminal es de 2 millones de TEU, abarcando un área de 596.000 m2. El muelle

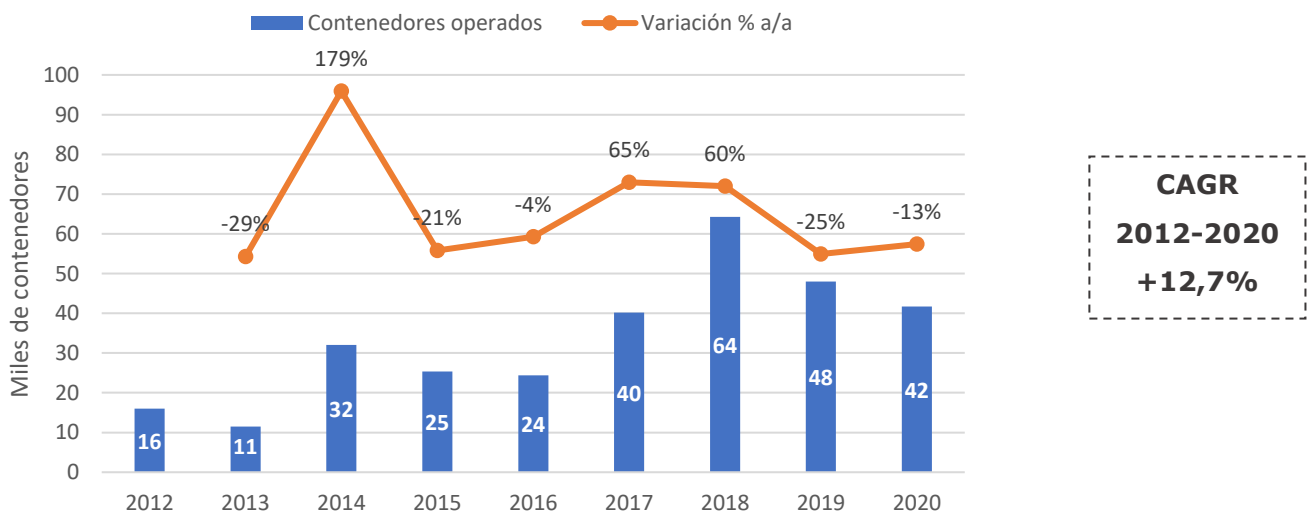
tiene una extensión de 980 metros más 310 metros por la Terminal de Vehículos, lo que le permite recibir buques Post-Panamax en su muelle. Posee distintas grúas para realizar las operaciones en muelle y plazoleta.

### 3.6.1.2 Tecon Imbituba

Tecon Imbituba es la terminal portuaria en la región del sur de Brasil, con cercanía con zonas industriales de Santa Clara y Rio Grande do Sul. Con su ubicación estratégica, es la única terminal portuaria del puerto de Imbituba. La Compañía tiene un contrato de concesión de 25 años (el cual inició en 2008) con opción de extenderlo por 25 años adicionales. Posee buena infraestructura y tiene capacidad para recibir grandes buques, con el objetivo de convertirse en un puerto hub para el sur de Brasil y para Sudamérica.

Esta terminal ha tenido crecimiento sostenido en los últimos años, con un volumen incrementándose a una tasa anual compuesta de 12,7% para el período 2012-2020.

**Gráfico 15: Evolución volumen Tecon Imbituba**



Fuente: Elaboración propia en base a Santos Brasil Investor Relations

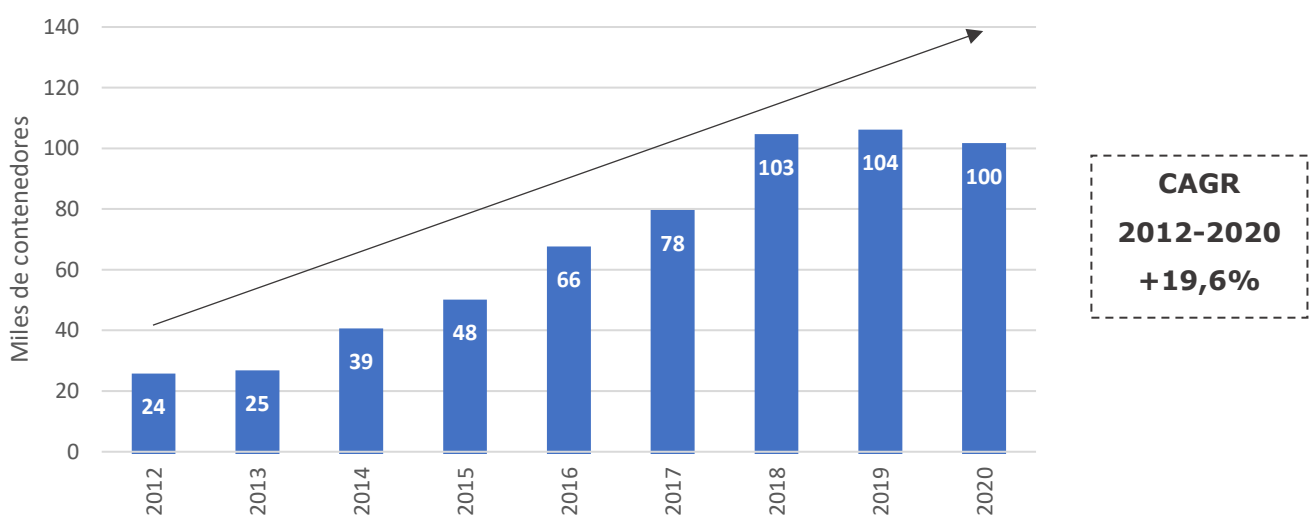
### 3.6.1.3 Tecon Vila do Conde

Localizada en la ciudad de Barcarena (en la región norte de Brasil), esta terminal comenzó sus operaciones en el año 2004 y fue adquirida por la Compañía en el año 2008. Las operaciones de la Compañía en Vila do Conde (Pará) se han beneficiado de la contenerización de cargas en la región y el cese de operaciones

del puerto de Belem en el año 2017, siendo la única terminal de contenedores en el puerto de Vila do Conde y de la región norte de Brasil. Se encuentra cerca de las principales rutas marítimas y ofrece acceso a todos los continentes, además de estar integrada con una vía fluvial. Está ubicada en Arco Norte, que conecta siete puertos que se encuentran estratégicamente posicionados y que representan un volumen importante de las exportaciones del país. Esta terminal sirve como puerta de entrada regional, ofreciendo economía y conveniencia a los armadores al brindar mejores condiciones de operación para los buques que requieren mayor profundidad y la posibilidad de distribución de carga en barcazas a otras regiones, como Manaus y Santarém. Los principales productos que maneja la terminal son madera, pimienta, metales de alto valor agregado y carne congelada. En el año 2018 la terminal alcanzó el récord de operar 103 mil contenedores. Este volumen operado se logra gracias a las inversiones realizadas en nuevos equipos y modernización de la infraestructura en general de la terminal, lo que permitió alcanzar la productividad necesaria. Es la única terminal en la región con tres grúas portuarias sobre ruedas, además de contar con cámara frigorífica para inspección de carga refrigerada.

Tecon Vila do Conde viene creciendo año a año en volumen operado, a una tasa anual compuesta de 19,6% para el período 2012-2020.

**Gráfico 16: Evolución volumen Tecon Vila Do Conde**



Fuente: Elaboración propia en base a Santos Brasil Investor Relations

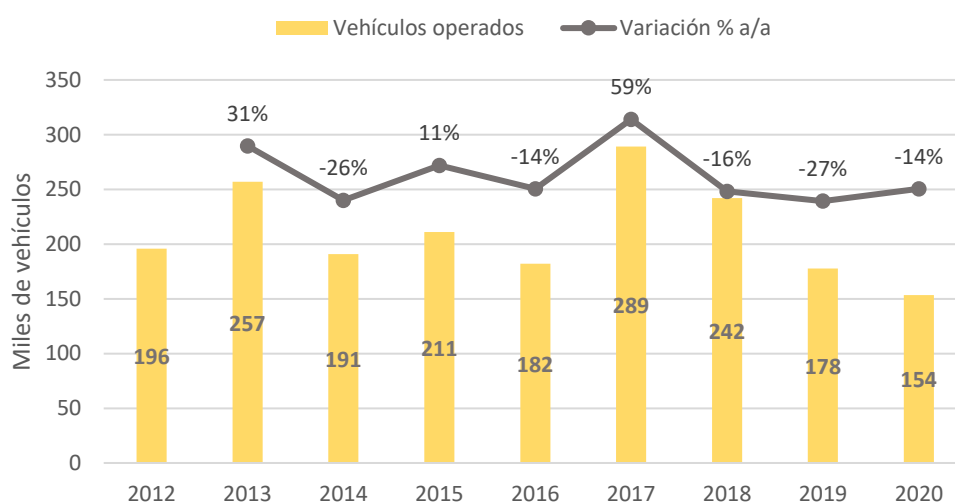


### 3.6.2 Terminal de Vehículos (TEV)

Es la unidad de negocio dedicada al manejo portuario de vehículos, operando 1 terminal en Santos, brindando los mismos servicios que la operación de contenedores. En el año 2003 la subsidiaria de Santos Brasil fue autorizada por la autoridad portuaria CODESP (hoy SPA) para utilizar un área destinada a terminal de vehículos con el objetivo de atender la demanda creciente de manejo de vehículos fabricados en el estado de São Paulo con destino de exportación. La Compañía desarrolló esta terminal y las operaciones comenzaron en mayo del 2009. La operación ha evolucionado satisfactoriamente, siendo la mayor terminal de vehículos de Brasil, así como una de las terminales de importación y exportación de automóviles más modernas del mundo.

El volumen operado pertenece en un 85% a vehículos de exportación, con mayor participación de autos livianos.

**Gráfico 17: Evolución volumen TEV**

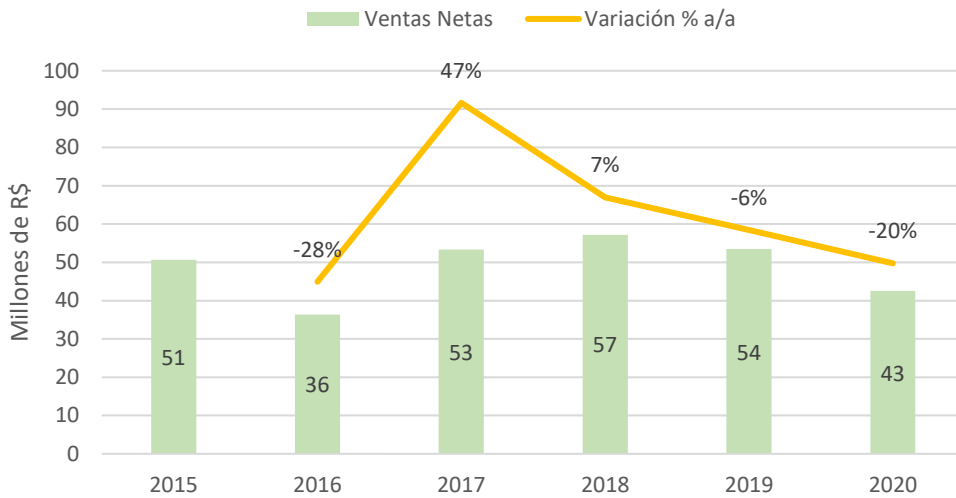


**CAGR  
2012-2020  
-3,0%**

Fuente: Elaboración propia en base a Santos Brasil Investor Relations

Los ingresos por ventas no superan los R\$ 60 millones en los últimos años, con cierta volatilidad direccionada por el volumen operado.

**Gráfico 18: Evolución Ventas Netas TEV**



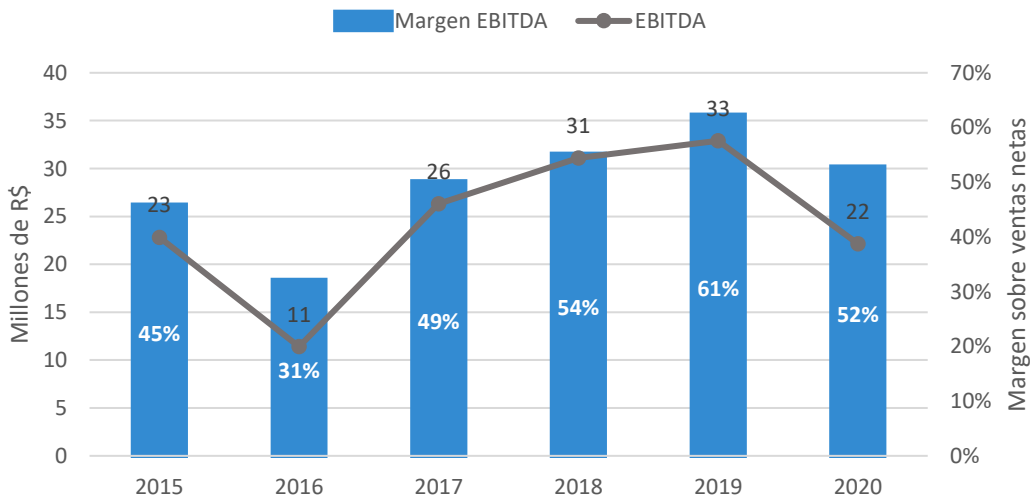
**CAGR  
2015-2020  
-3,4%**

Fuente: Elaboración propia en base a Santos Brasil Investor Relations

Este negocio tiene un bajo costo, donde históricamente los márgenes EBITDA rondan el 50%.



**Gráfico 19: Evolución EBITDA TEV**



**CAGR  
2015-2020  
-0,6%**

Fuente: Elaboración propia en base a Santos Brasil Investor Relations

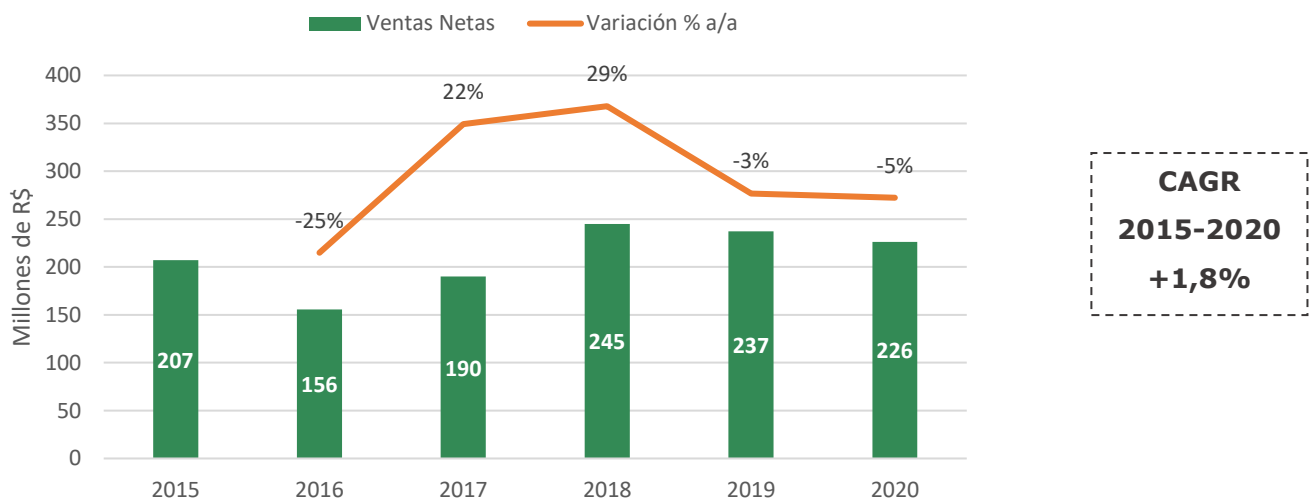
### 3.6.3 Logística

Operación dedicada a brindar una completa solución logística, integrando los servicios portuarios a la cadena de abastecimiento y la logística local. Los activos incluyen 2 centros logísticos industriales (ubicados en Santos y Guaruja), 1 centro

de distribución en Sao Bernardo do Campo y flota propia de transporte. A través de los centros logísticos, este negocio atiende el transporte y distribución de contenedores y carga general para importación y exportación, con autorización para operar como depósito aduanero. Por otro lado, su centro de distribución en Sao Bernardo do Campo le permite ofrecer soluciones personalizadas a clientes en diferentes segmentos gracias a su moderna infraestructura. Los servicios incluyen almacenamiento, gestión de inventarios y servicios de valor agregado (etiquetado, embalaje y gestión de la información), entre otros.

Respecto a los ingresos, tienen una tendencia positiva, con un crecimiento CAGR de +1,8% para el período 2015-2020.

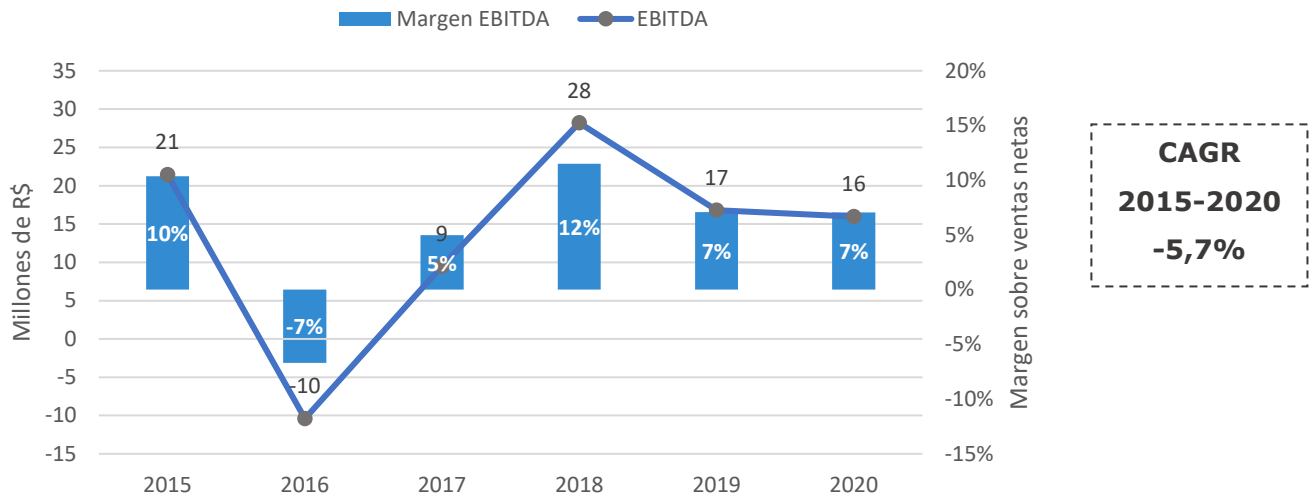
**Gráfico 20: Evolución Ventas Netas Logística**



Fuente: Elaboración propia en base a Santos Brasil Investor Relations

Respecto al comportamiento del EBITDA, si bien ha presentado un comportamiento negativo en el período 2015-2020 (CAGR -5,7%), la Compañía prevé un crecimiento de este segmento de negocios, producto de la integración y desarrollo con otras unidades de negocio.

Gráfico 21: Evolución EBITDA Logística



Fuente: Elaboración propia en base a Santos Brasil Investor Relations

### 3.7 Descripción del ciclo operativo portuario

A continuación, se presenta una breve descripción gráfica del ciclo del contenedor en una operación de importación (inverso para exportaciones):

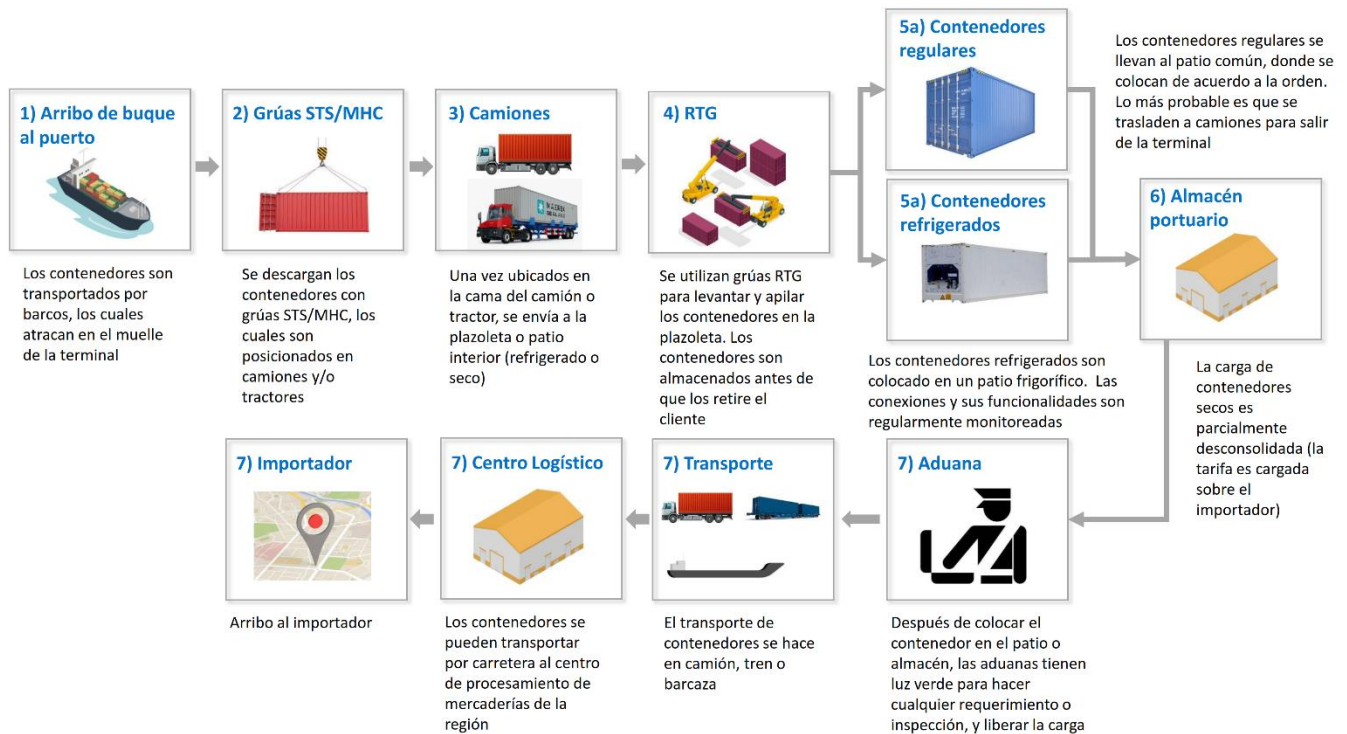


Ilustración 2. Ciclo del contenedor en una operación de importación. Fuente: elaboración propia en base a presentaciones corporativas de Santos Brasil Investor Relations

Este proceso es prácticamente similar para el caso de vehículos, con las siguientes diferencias respecto al contenedor:

- Se utilizan buques destinados al transporte de vehículos y maquinaria (RO-RO).
- La descarga y el posicionamiento de las unidades la realizan choferes (en vez de grúas y transporte interno por camión o tractores).
- Hay un almacén portuario, pero generalmente destinado a realizar actividades de valor agregado de preentrega (a cargo del cliente).

### 3.8 Estrategia y Perspectivas

El objetivo central de la Compañía es realizar operaciones portuarias y logísticas en regiones de Brasil y del exterior que tengan potencial de acelerar su crecimiento, desarrollando nodos portuarios que sirvan como entrada y salida para la carga vinculada en esas regiones. Al mismo tiempo, la empresa tiene como prioridad mantener y extender el liderazgo en el mercado doméstico, con foco en la operación de terminales portuarias de uso público, que brindan servicios portuarios a todo aquel que necesite transportar y almacenar carga por vía fluvial. A los fines de maximizar las sinergias en todas sus operaciones, la Compañía trabaja en la expansión vertical de la cadena de servicios logísticos para contenedores, carga general y vehículos (tanto si son provenientes o destinados al transporte fluvial y/o cabotaje de larga distancia), buscando acortar las rutas logísticas para sus clientes a través de alternativas inteligentes, seguras y de calidad, que reducen costos y tiempos.

Dado que la Compañía desarrolla sus actividades en el sector industrial de infraestructura de transporte<sup>4</sup>, el cual es capital intensivo, no debe descuidar el mediano y largo plazo, tanto para hacer frente a los nuevos estándares de operaciones y productividad que rigen al mercado, como para generar un crecimiento sustentable y continuo, que genere valor para los accionistas y para las comunidades donde opera. En ese sentido, la constante búsqueda y expansión

---

<sup>4</sup> Según clasificación TRBC (The Refinitive Business Classifications) la Compañía pertenece al Grupo de Industria "Infraestructura de Transporte", Industria "Servicios Portuarios Marítimos". Una clasificación similar recibe según Global Industry Classification Standard (GICS) de MSCI.

de su cartera de activos portuarios es y ha sido una de las vías de crecimiento de la Compañía.

El potencial aumento de la profundidad operativa (calado) del canal de navegación del Puerto de Santos<sup>5</sup>, junto con la expansión del Canal de Panamá, debería cambiar el tráfico marítimo internacional con destino a Brasil, permitiendo que embarcaciones de hasta 12 mil TEU (new-Panamax) ingresen al canal del Puerto de Santos, consolidando aún más su posición como el principal puerto hub de Brasil. Actualmente, sólo embarcaciones de hasta 9 mil TEU pueden atracar en los puertos brasileños.

La Compañía espera un fortalecimiento continuo del mercado interno y la expansión de la economía brasileña y del comercio mundial. El desarrollo de las actividades de logística y distribución portuaria es inevitable en este escenario, donde el transporte de mercancías en contenedores juega un papel fundamental.

## 4 Análisis de la Industria

### 4.1 Comercio Marítimo Internacional

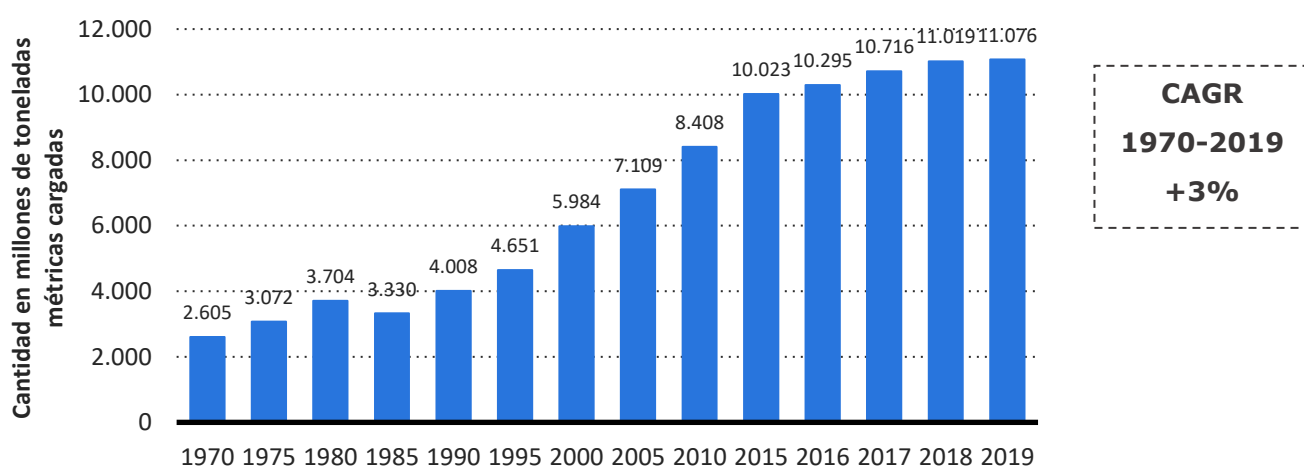
El transporte marítimo ha sido el principal conductor del crecimiento del comercio y del surgimiento y expansión de una economía global. Si bien C. Ernest Fayle la caracterizó como una de las "industrias claves del mundo" hace un siglo atrás y es una de las que más ha contribuido a permitir la globalización, su funcionamiento se da por sentado, lo que la convierte en cierta forma en invisible (Harlaftis, Tenold, & Valdaliso, 2012). Adam Smith fue uno de los primeros en enfatizar la superioridad del agua por sobre el terrestre como medio de transporte para las mercancías. Un evento clave para la transformación del transporte marítimo y el aumento de la productividad del comercio (principalmente en los puertos) fue la aparición del contenedor a finales de la década de 1950. La contenerización reforzó la industria del transporte marítimo y las rutas de transporte aumentaron en términos de número de destinos y frecuencia. El desarrollo del transporte de contenedores y la tendencia al aumento del tamaño de los buques portacontenedores, han impulsado una reducción gradual de los costos de transporte. El transporte de contenedores varía con los vaivenes de la economía

---

<sup>5</sup> Tradenews. (9 de Marzo de 2021). Con los 15 metros de dragado, Santos ya recibió la autorización para operar buques de 366 metros de eslora. Trade News. Obtenido de <https://tradenews.com.ar>

y depende de la inversión y financiación de las terminales de contenedores (Sánchez Di Doménico & Sánchez, 2020). Este medio de transporte beneficia a productores y consumidores en términos de costos, flexibilidad y rapidez al reducir el tiempo de tránsito, los niveles de inventarios y el desperdicio. Sin embargo, presenta un desafío en términos de disponibilidad de contenedores muy relevante para los operadores, los cuales movilizan millones de contenedores a diario. Hoy en día, el 80% de los bienes consumibles se transportan vía marítima (UNCTAD, 2021).

**Gráfico 22: Flete cargado en el comercio marítimo internacional 1970-2019**



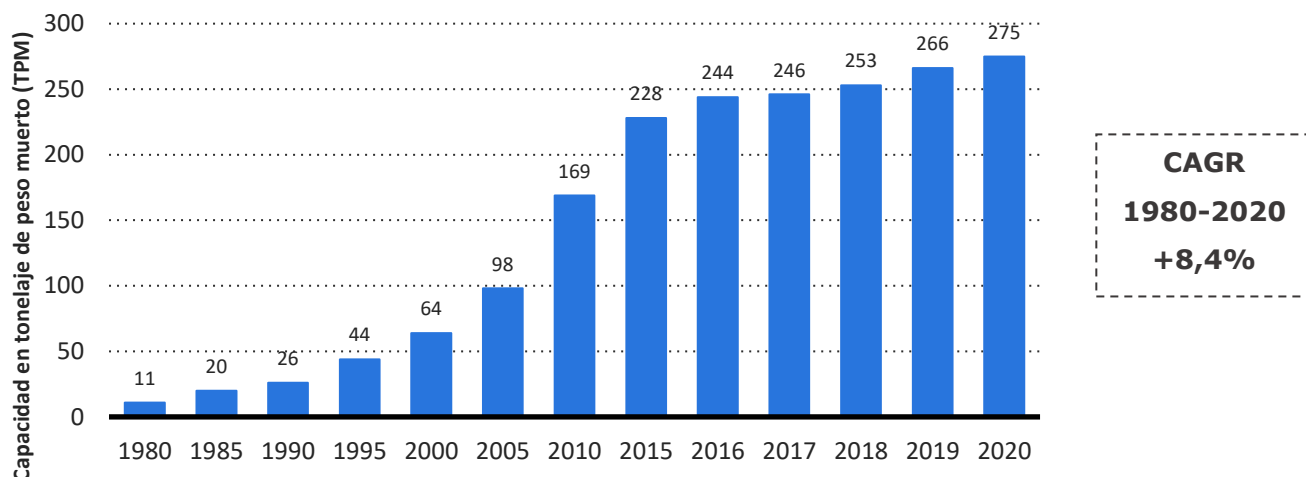
Fuente: Statista

SanAndrés

La capacidad de los buques portacontenedores en el comercio marítimo se viene incrementando año a año desde 1980 a la fecha. Esto implica que los puertos deben realizar inversiones en infraestructura y equipos para atender buques de mayores dimensiones, al mismo tiempo que incrementan su productividad.



**Gráfico 23: Capacidad de los buques portacontenedores en el comercio marítimo 1980-2020**

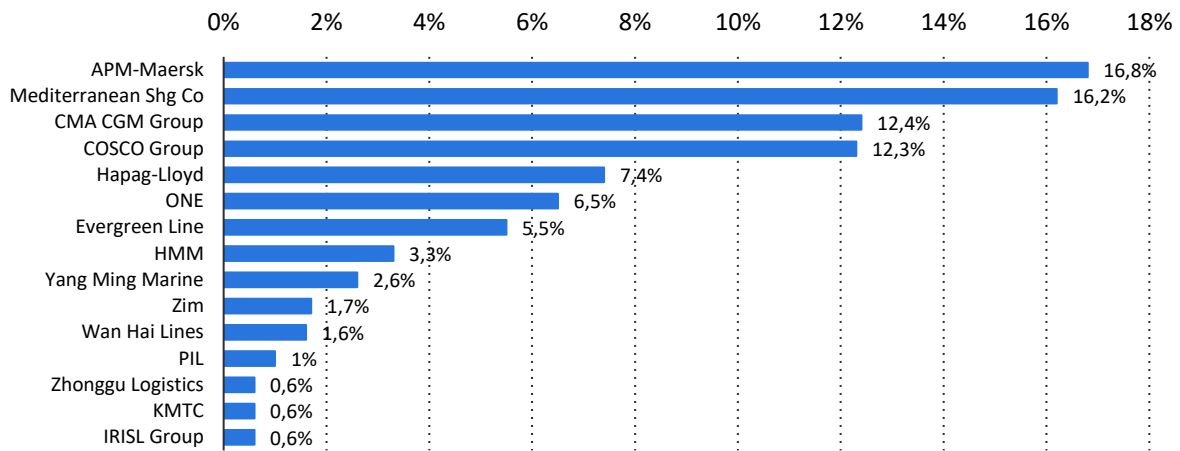


Fuente: Statista

Una de las limitaciones más obvias sobre el tamaño de los barcos es la profundidad y el ancho de aguas navegables y puertos. El transporte costero siempre ha dependido de embarcaciones pequeñas y continuará haciéndolo mientras sostenga economías de escala frente al transporte por carretera (Harlaftis, Tenold, & Valdaliso, 2012). Para barcos más grandes, el desarrollo continuo de los puertos existentes y la fundación de nuevas aguas profundas, por supuesto, ha sido una condición previa necesaria para los buques cada vez más grandes (Harlaftis, Tenold, & Valdaliso, 2012).

La flota de buques portacontenedores se encuentra muy concentrada en 4 operados principales, los cuales concentran más del 50% de la flota mundial existente.

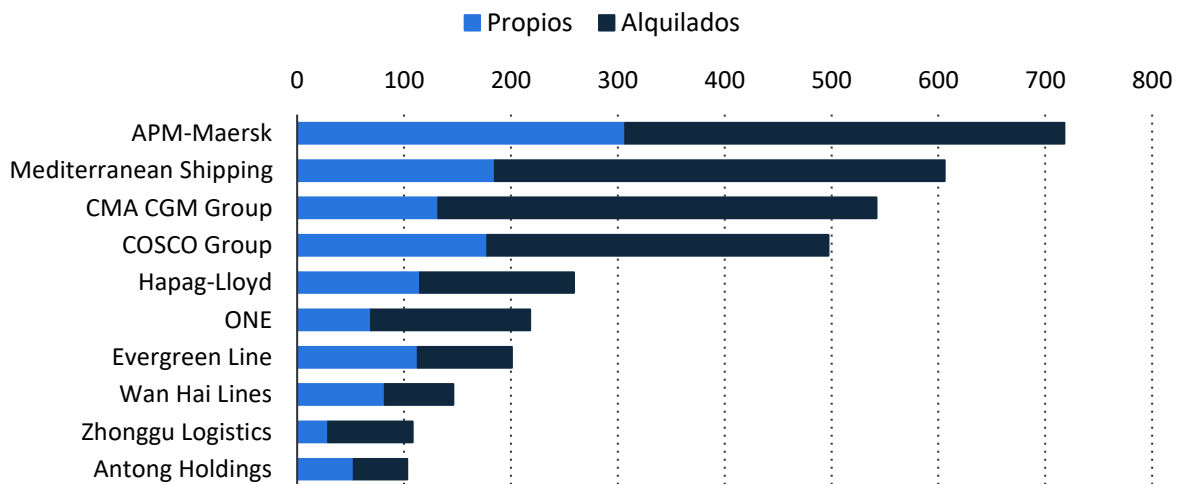
**Gráfico 24: % Participación de la flota mundial – 21 de mayo 2021**



Fuente: Statista

Los operadores de buques portacontenedores tienen un gran porcentaje de buques alquilados en sus flotas para atender las demandas de capacidad y traslado.

**Gráfico 25: Cantidad de buques - Junio 2021**

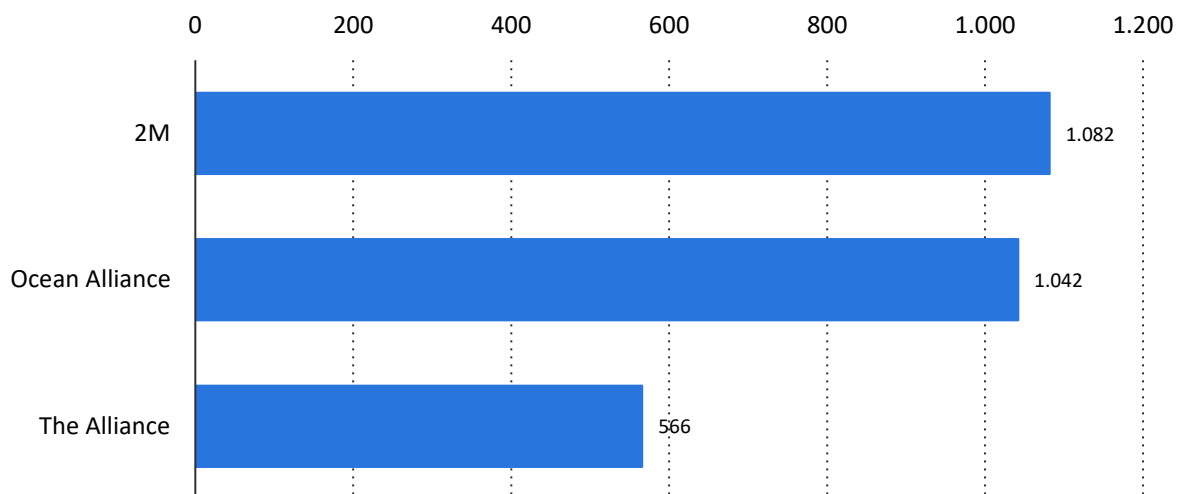


Fuente: Statista

En los últimos años, el negocio del transporte mundial de contenedores ha experimentado un importante nivel concentración, con fusiones, adquisiciones y alianzas estratégicas entre las grandes navieras del mundo, como Ocean Alliance, que agrupa a CMA-CGM, Cosco Shipping y Evergreen. Además, The Alliance

engloba a Hapag-Lloyd, ONE y Yang Ming, mientras la red 2M une a Maersk, MSC y HMM, que mantienen a su vez algunos acuerdos con la israelí ZIM (Cadena de Suministro, 2019).

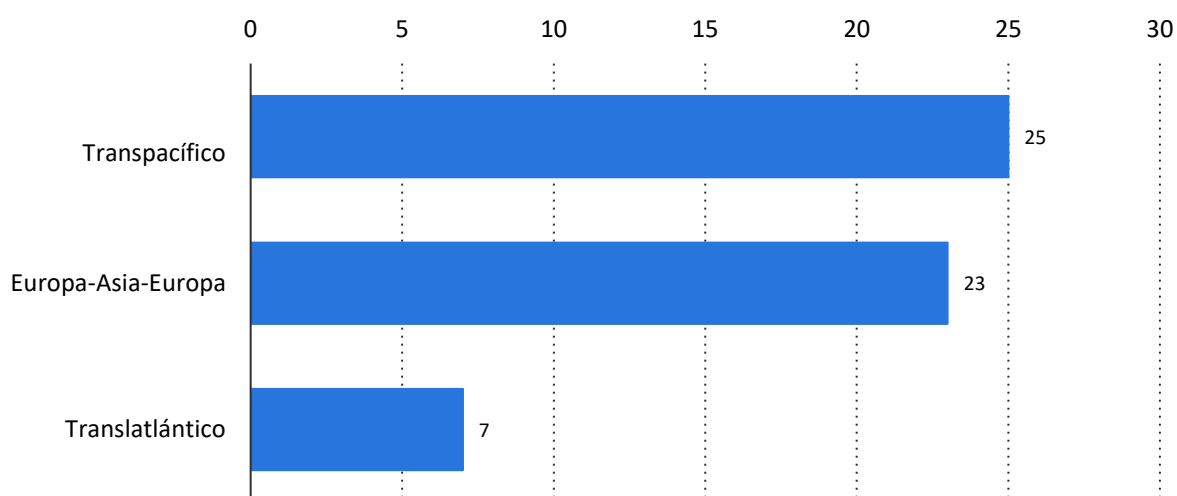
**Gráfico 26: Cantidad de buques por alianza - Año 2018**



Fuente: Statista

Los tráficos de carga según ruta son liderados por el flujo que presenta la ruta del Transpacífico.

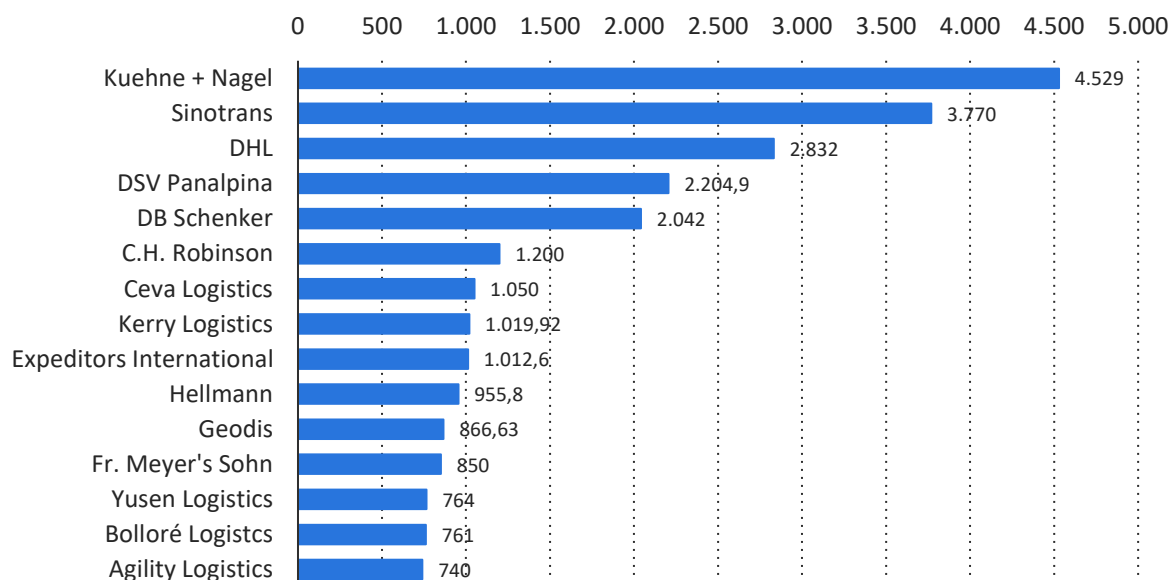
**Gráfico 27: Flujo de carga en millones de TEUs - Año 2020**



Fuente: Statista

Los servicios de logística internacional a cargo de los Agentes de Carga (o Freight Forwarders) también son concentrados por muy pocas compañías a nivel global.

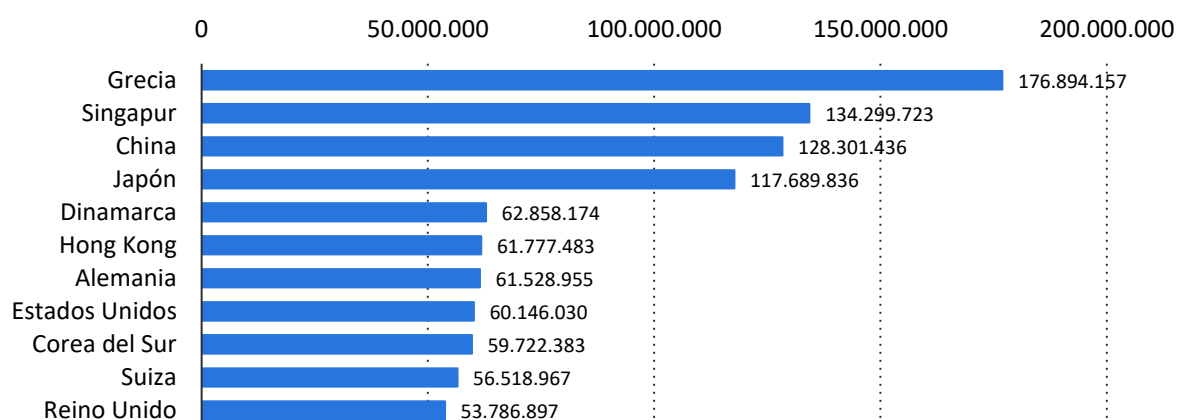
**Gráfico 28: Fletes marítimos en miles de TEUs – Año 2020**



Fuente: Statista

Gracias al desarrollo incipiente de la industria mercante y a la consolidación de redes comerciales y marítimas a través de compañías y grupos de empresas familiares de vasta experiencia en el sector, Grecia es el país que concentra la mayor cantidad de buques operados.

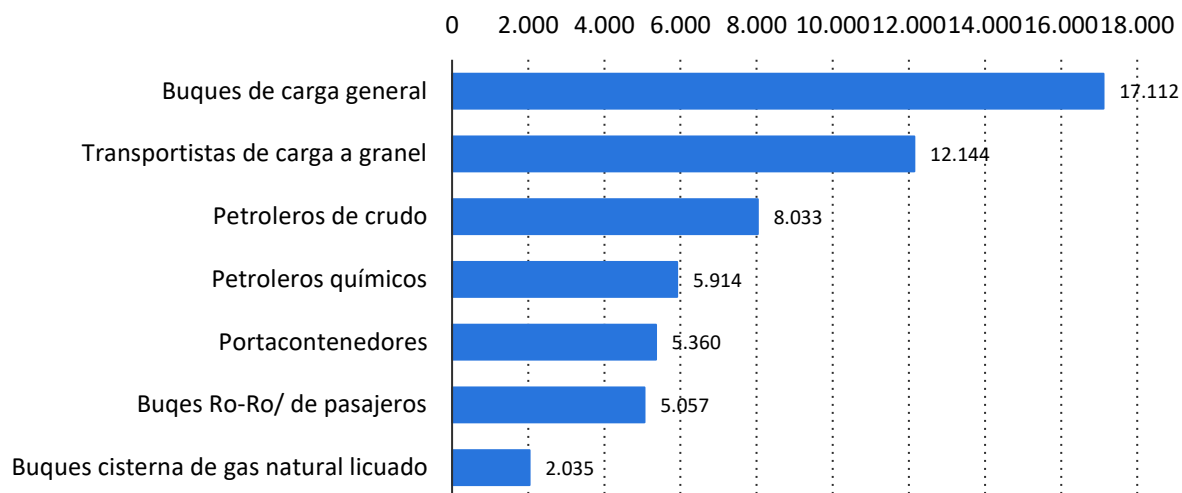
**Gráfico 29: Tamaño de la flota portacontenedor por nacionalidad del operador (en tonelaje bruto)**



Fuente: Statista

La mayor cantidad de buques están destinados a carga general, los cuales transportan grandes bultos destinados a las principales industrias de la economía.

**Gráfico 30: Cantidad de buques - Año 2020**

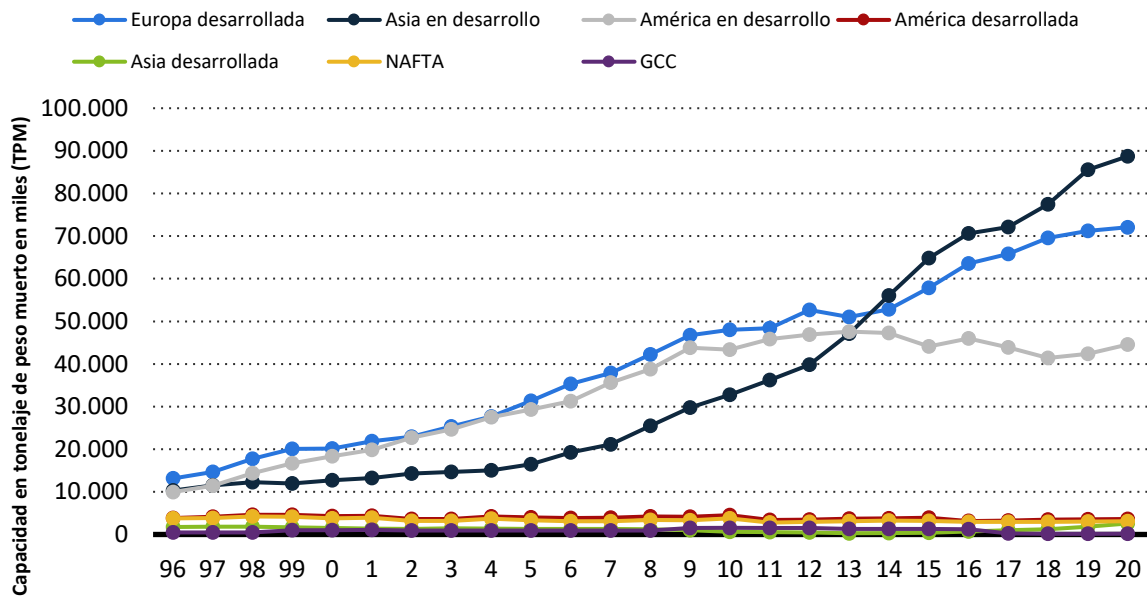


Fuente: Statista

La evolución de la capacidad de carga de la flota de portacontenedores ha ido creciendo para las regiones de Asia en desarrollo, Europa desarrollada y América en desarrollo, no así en los países pertenecientes a NAFTA, GCC y América desarrollada.



**Gráfico 31: Tamaño de la flota de buques portacontenedores comerciales de regiones seleccionadas 1996-2020**



Fuente: Statista

Las cadenas logísticas globales se articulan en complejas redes marítimas, las cuales afectan al conjunto de la actividad.



Ilustración 3. El tráfico marítimo global el día 21 de agosto de 2021. Fuente: Marine Traffic

La revolución tecnológica de la contenerización ha producido gradualmente nuevas formas de relaciones entre países, regiones y puertos, respaldadas por una

presión continua sobre los costos<sup>6</sup> de transportes y un poder creciente de alianzas entre grandes transportistas (Sánchez Di Doménico & Sánchez, 2020).

## 4.2 Operadores Portuarios

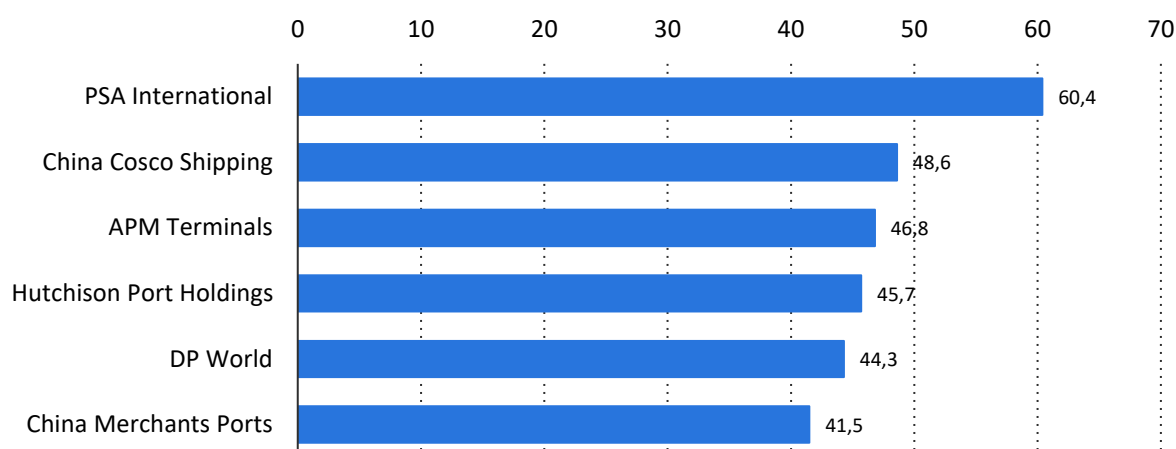
Los puertos son los enlaces cruciales dentro de la cadena de suministro global, relacionando el comercio local con el internacional. Están gestionados, habitualmente, por una autoridad portuaria que en muchos casos es de carácter público. Esta institución administra la infraestructura, coordina los servicios y en ocasiones fija las tarifas máximas. En general, los servicios portuarios son cedidos a compañías privadas en régimen de licitación y concesión cuando se requiera infraestructura para su provisión. La infraestructura portuaria se la puede considerar como una inversión a largo plazo que ofrece rendimientos constantes con un período de amortización comparativamente largo y, además, el retorno de la inversión es propenso por ello a la volatilidad económica mundial como a la local (Sánchez Di Doménico & Sánchez, 2020). La infraestructura, la ubicación geográfica, la eficiencia operativa, la interconectividad que presenta el puerto, la confiabilidad, la capacidad y los costos del servicio son los principales factores que determinan la elegibilidad de un puerto versus otro. La jerarquía de puertos en el negocio de contenedores está intrínsecamente relacionada con el diseño de las redes de envío en términos de frecuencia del servicio, capacidad y velocidad del buque, y número de transbordos (Sánchez Di Doménico & Sánchez, 2020). Su negocio es cíclico y muy sensible a los shocks económicos y del comercio en general. Los principales operadores portuarios a nivel global se concentran en 6 compañías, con operaciones en terminales de los principales puertos del mundo:

---

<sup>6</sup> Sobre las características de los puertos y su impacto en el costo del transporte marítimo internacional ver Wilmsmeier, G., Hoffmann, J., & Sanchez, R. J. (2006), The impact of port characteristics on international maritime transport costs, *Port Economics: Research in Transportation Economics*, 16, 117-140.



**Gráfico 32: Movimiento de contenedores en millones de TEUs – Año 2019**



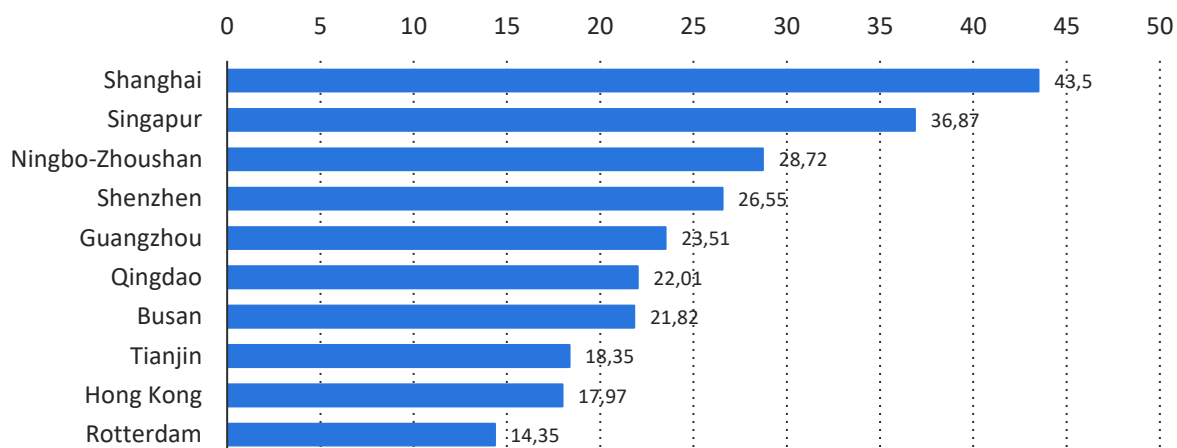
Fuente: Statista

Si bien la revolución de los contenedores comenzó en la década de 1960, el primer contenedor no apareció en China hasta 1973, y no fue hasta 1978 que el primer servicio regular de contenedores entre Shanghai y Sydney fue lanzado por COSCO, la línea naviera de contenedores insignia del país (Harlaftis, Tenold, & Valdaliso, 2012). Este inicio “tardío” en la utilización del contenedor comenzó a cambiar con la implementación de la política de puertas abiertas que llevó adelante el gobierno chino, priorizando el desarrollo de la infraestructura portuaria del país, entendiendo que sería un factor fundamental del desarrollo de su economía<sup>7</sup>. En la actualidad, los puertos más grandes del mundo se ubican en Asia (China), en línea al crecimiento que ha presentado esta región en los últimos años.

<sup>7</sup> Sobre el desarrollo portuario y la política de puertas abiertas llevada adelante por China para el período 1978-2002 ver NG, A. Y., & Tam, K.-c. (2012). China’s Seaport Development during the Early Open Door Policy Period, 1978–2002. En G. Harlaftis, S. Tenold, & J. M. Valdaliso, *The World’s Key Industry: History and Economics of International Shipping* (págs. 180-199). London: Palgrave Macmillan.



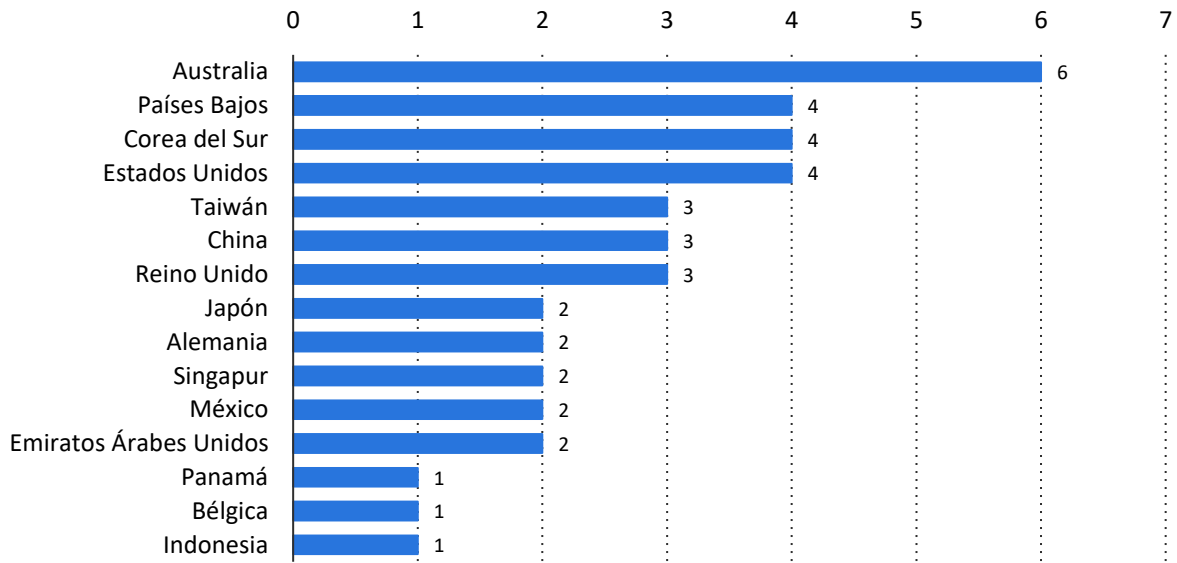
**Gráfico 33: Movimiento de contenedores en millones de TEUs – Año 2020**



Fuente: Statista

En línea a los avances tecnológicos, la mayoría de las terminales portuarias han implementado algún grado de automatización, total o parcial, para incrementar su productividad y reducir sus costos. Hoy en día, la inteligencia artificial, el internet de las cosas, el big data y la robótica son tecnologías que facilitan la automatización de las terminales, y pueden marcar una tendencia futura en ese camino. A nivel mundial, Australia lidera el puesto en cantidad de terminales portuarias automáticas y/o semi automáticas.

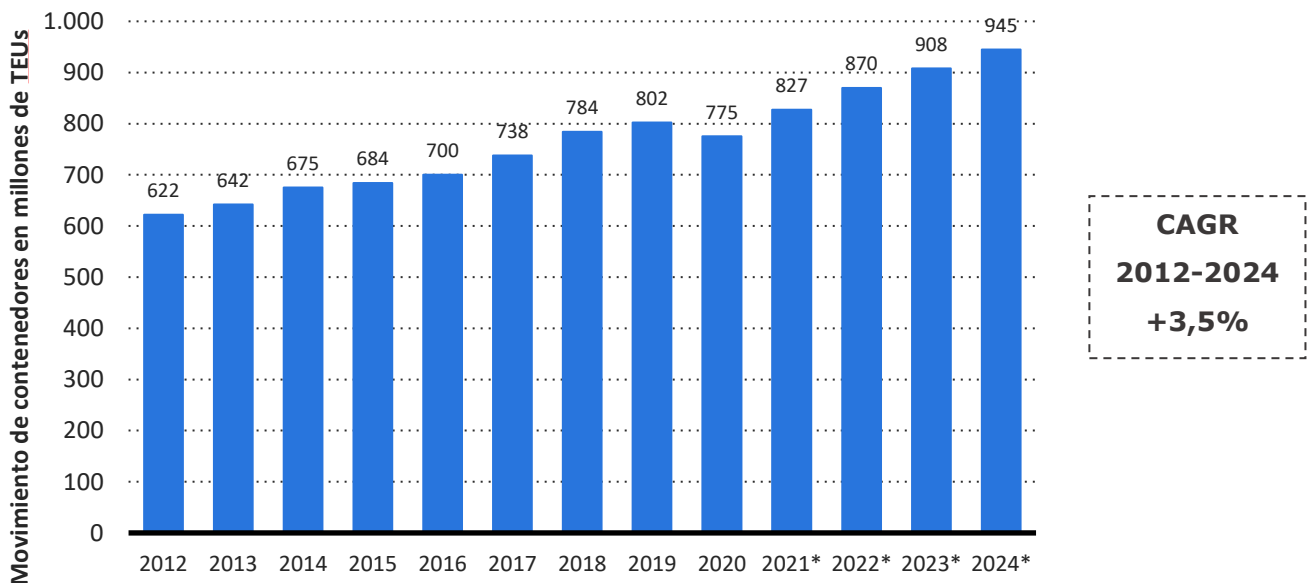
**Gráfico 34: Cantidad de terminales automatizadas y semiautomatizadas - 3 de mayo 2020**



Fuente: Statista

De la mano del crecimiento global, se espera que el volumen de contenedores operados globalmente continúe en ascenso en los próximos años.

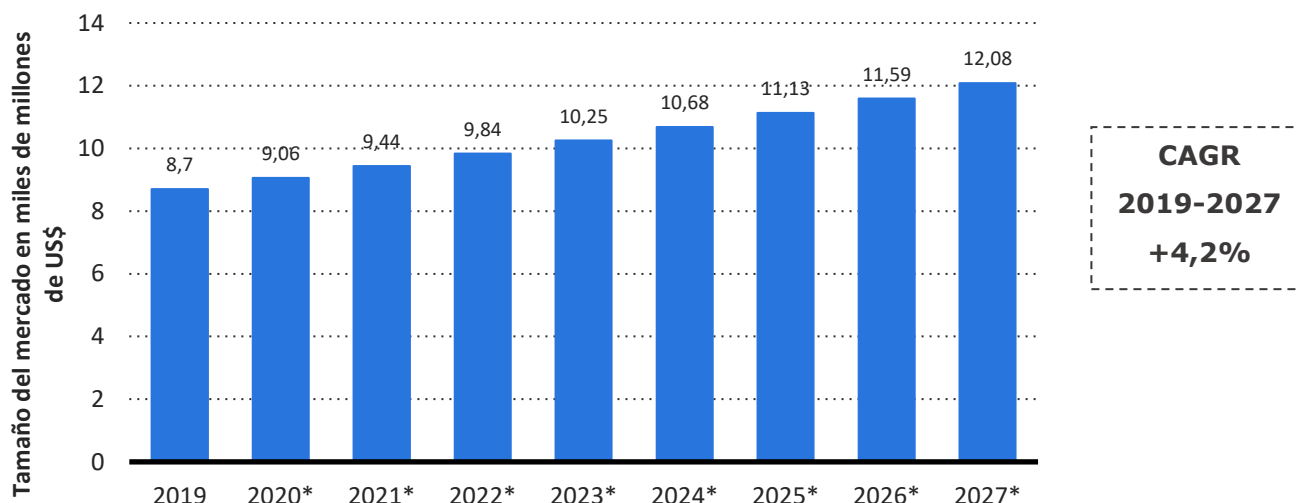
**Gráfico 35: Volumen de contenedores operados globalmente en puertos**



Fuente: Statista

El mercado del transporte mundial de contenedores se estima que continúe creciendo en los próximos períodos, con un incremento del 38% para 2027 respecto a 2019.

**Gráfico 36: Transporte mundial de contenedores**



Fuente: Statista

La performance de los puertos es un elemento crucial en el costo del comercio internacional de un país.

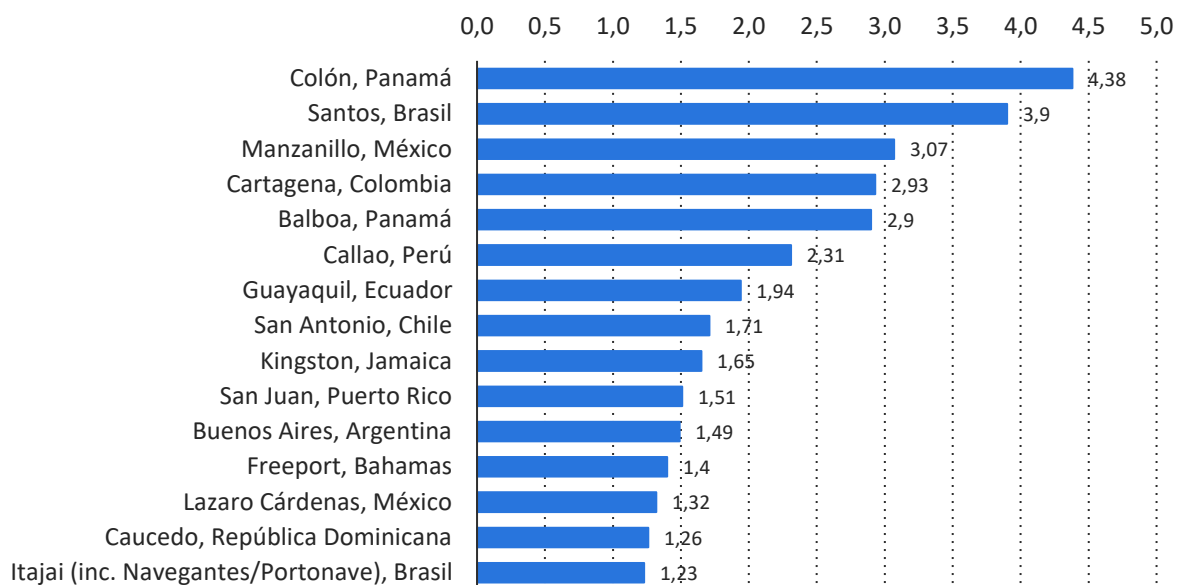
## 5 Análisis Competitivo

### 5.1 Análisis Competitivo Regional

Según el índice "Container Port Performance Index 2020"<sup>8</sup>, el cual combina factores tanto financieros como operativos, el puerto de Santos Brasil se encuentra en el puesto N°70 a nivel global en performance. Para la región de Latinoamérica, el puerto de Santos se ubica en el 2° lugar en movimiento de contenedores en el año 2019.

<sup>8</sup> The World Bank, 2021. "The Container Port Performance Index 2020: A Comparable Assessment of Container Port Performance." World Bank, Washington, DC. License: Creative Commons Attribution CC BY 3.0 IGO.

**Gráfico 37: Movimiento de contenedores en millones de TEUs – Año 2019**



Fuente: Statista

En América Latina, históricamente las importaciones de bienes en contenedores han sido mayores que las exportaciones. Más recientemente, y dado el efecto COVID-19, en términos de comercio por contenedores marítimos (suma de exportaciones e importaciones), en 2020 hubo una caída del -4,0% en comparación con el año anterior para la región de América Latina y el Caribe, con casi todas las subregiones demostrando resultados negativos con relación a 2019 (Barleta & Ricardo, 2021).

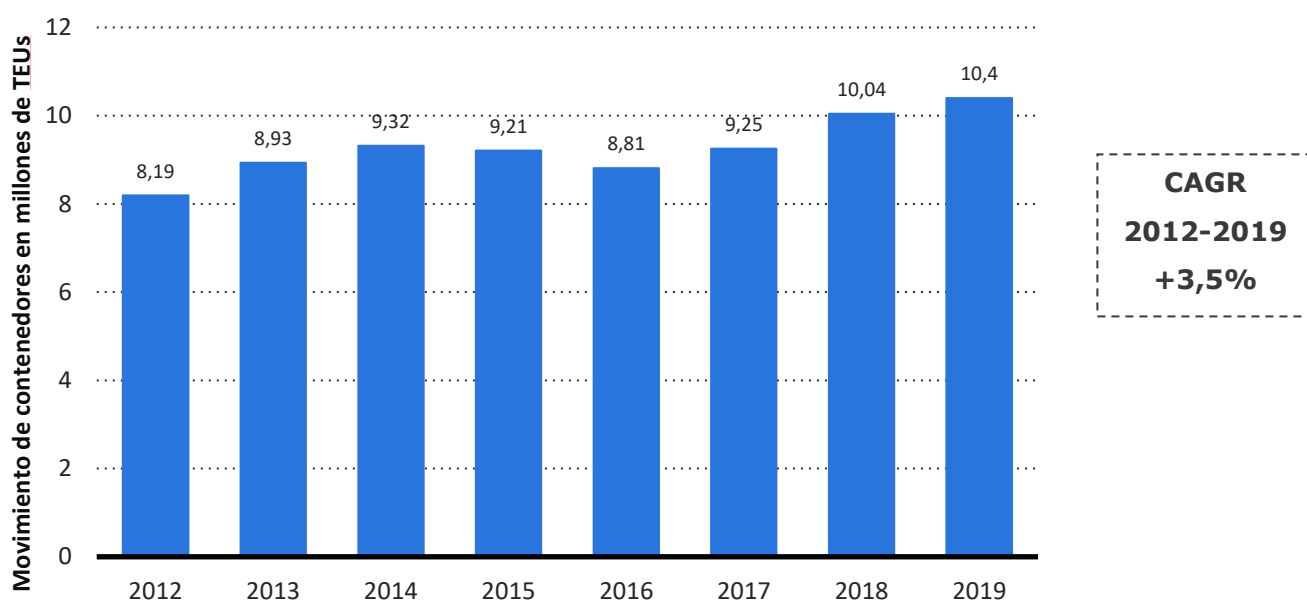
## 5.2 Análisis Competitivo Brasil

El volumen de contenedores de Brasil se ha ido incrementando año a año de la mano del crecimiento del comercio exterior en general y de los cambios institucionales que afectaron a la industria en particular. Tras el movimiento de liberalización internacional, se estableció una nueva regulación (Ley 8630/1993) y se privatizaron las operaciones portuarias. Pero fue luego en 2001 que se creó la ANTAQ para regular y controlar al sector portuario y gestionar las autoridades

portuarias locales<sup>9</sup>. Actualmente, Brasil se encuentra en un proceso de cambio respecto a su legislación portuaria con el fin de atraer inversiones<sup>10</sup>.

Respecto al movimiento de contenedores en Brasil, si bien ha sufrido bajas en algunos años, la tendencia marca un crecimiento en el mediano y largo plazo.

**Gráfico 38: Brasil: movimiento de contenedores en puertos - 2012 a 2019**



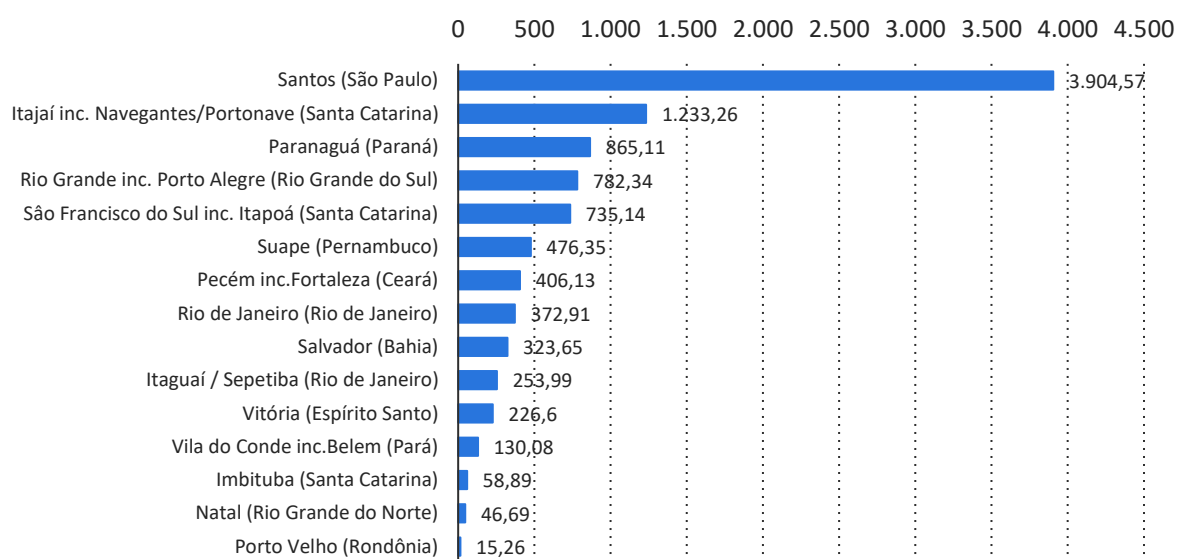
Fuente: Statista

Santos es el principal complejo portuario de Brasil, concentrando el 40% del volumen operado del mercado del país.

<sup>9</sup> Sobre los principales cambios de los últimos 25 años del sistema portuario de Brasil ver Bömer Galvão, C., Tadeu Robles, L., & Cardoso Guerise, L. (2013), The Brazilian seaport system: A post-1990 institutional and economic review, Research in Transportation Business & Management, 8, 17-29.

<sup>10</sup> Tradenews. (14 de abril de 2021). Brasil moderniza su legislación portuaria para recibir más inversiones. (Tradenews, Ed.) Obtenido de <https://tradenews.com.ar>

**Gráfico 39: Movimientos en miles de TEUs de Brasil- Año 2019**



Fuente: Statista

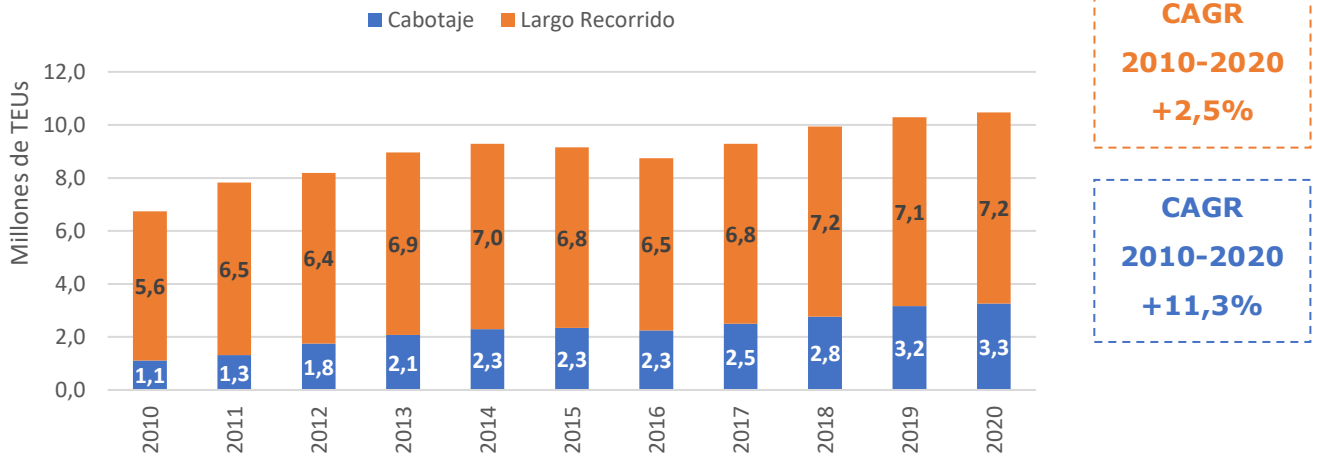
Un evento clave en el desarrollo del mercado local de movimiento de contenedores se presenta en el año 2014, cuando ingresan BTP y Embraport<sup>11</sup> como nuevos operadores, incrementando la capacidad operativa del complejo portuario de Santos en un 60%. BPT es un joint venture entre las dos mayores compañías operadoras de buques globales, Maersk y MSC. Si bien Maersk no fue históricamente un jugador de relevancia en el mercado de buques de Brasil, esto cambió en el año 2017 cuando la compañía adquiere Hamburg Süd<sup>12</sup>, lo que convierte a Maerks en el principal cliente de Santos Brasil (que era la posición que mantenía Hamburg Süd). En la actualidad, Maerks junto a su subsidiaria Aliança (uno de los líderes en el mercado del cabotaje de la costa brasilera) concentran aproximadamente el 70% del volumen de Santos Brasil, seguido de CMA CGM Group con el 20% y el 10% remanente fragmentado en otros clientes. Esta adquisición por parte de Maerks contribuyó a incrementar el uso de Tecon Santos como puerto de transbordo. En ese sentido, se observa una tasa de crecimiento

<sup>11</sup> Adquirida en un 100% por el grupo DP World, uno de los mayores operadores de terminales portuarias globales.

<sup>12</sup> gCaptain. (30 de noviembre de 2017). Maersk Line Completes Hamburg Süd Acquisition. gCaptain. Obtenido de <https://gcaptain.com/>

superior de los movimientos de cabotaje sobre los buques de largo recorrido en el mix por tipo de navegación en el volumen del mercado de Brasil.

**Gráfico 40: Mix por tipo de Navegación - en millones de TEUs**

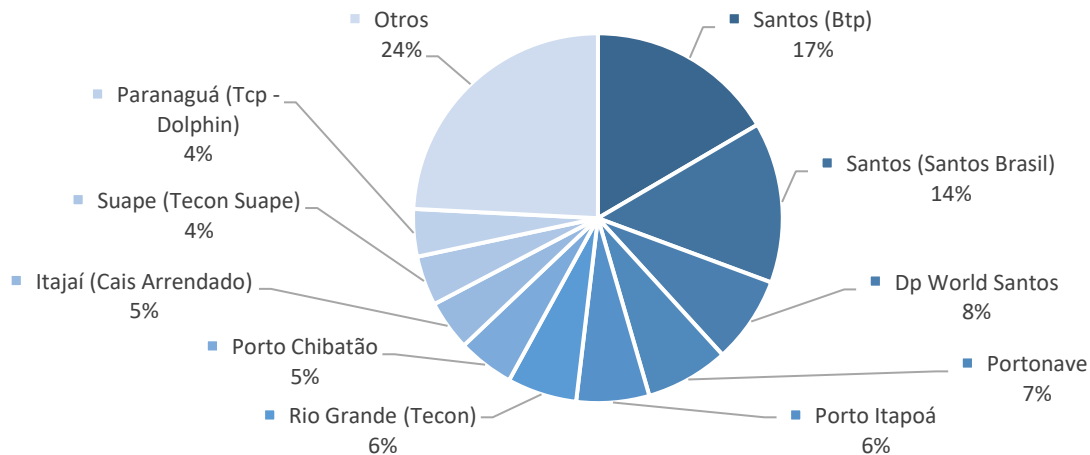


Fuente: Elaboración propia en base a ANTAQ

### 5.3 Análisis Competitivo Puerto de Santos

Tecon Santos es la principal terminal portuaria de la Compañía, y una de las terminales que conforman el complejo portuario de Santos. Es la 2º terminal más importante de Brasil.

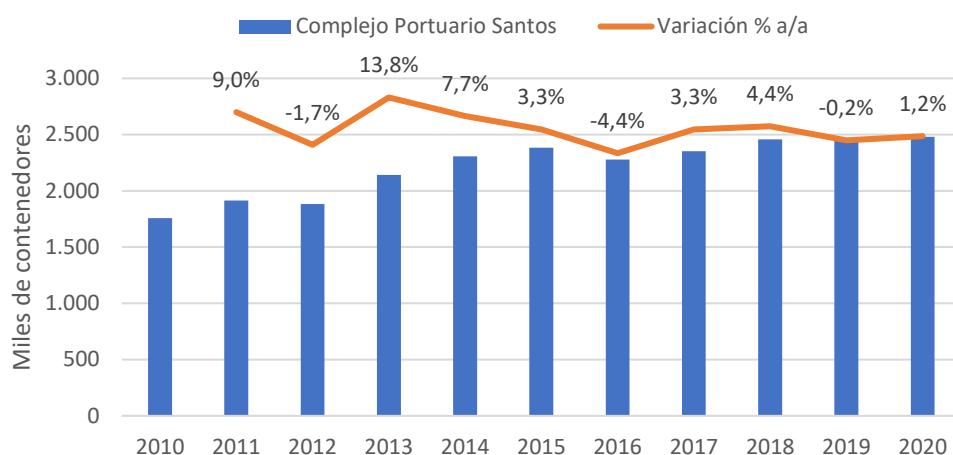
**Gráfico 41: % Participación en el volumen total país (Brasil) – Año 2020**



Fuente: Fuente: Elaboración propia en base a ANTAQ

El complejo portuario de Santos presenta una tasa de crecimiento anual compuesta para el volumen de contenedores de 3,51% para el período 2010-2020, en línea al crecimiento global del mercado de contenedores de Brasil.

**Gráfico 42: Evolución volumen de contenedores  
Complejo Portuario de Santos**



**CAGR  
2010-2020  
+3,51%**

Fuente: Elaboración propia en base a ANTAQ

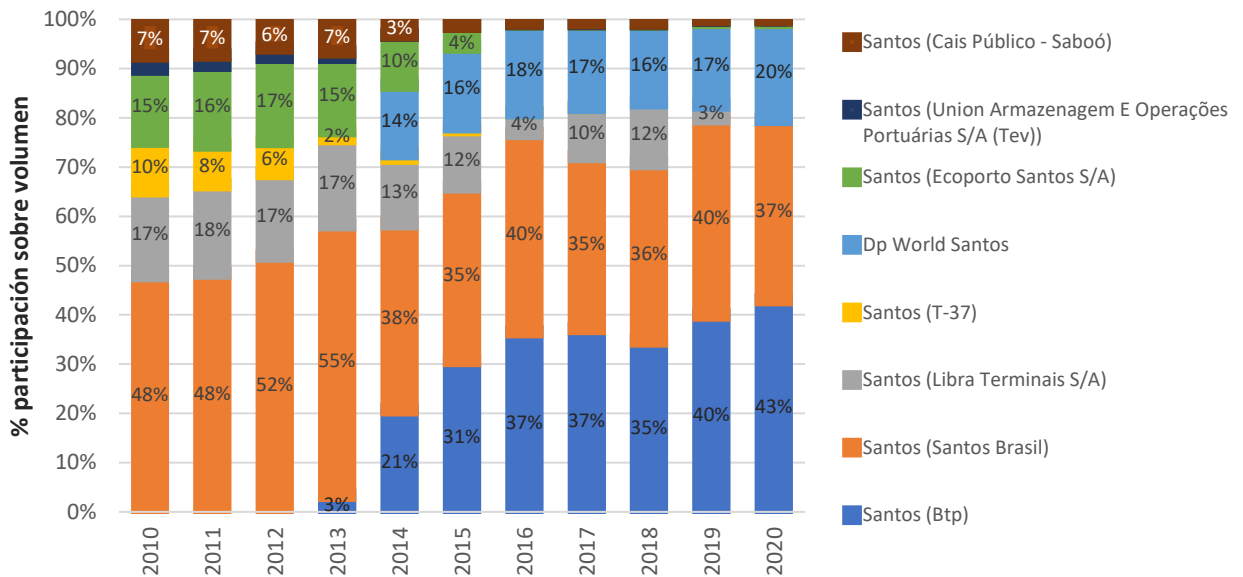
Se observan fuertes movimientos (positivos y negativos) en las variaciones anuales para los años 2011, 2013 y 2014. A partir de 2017, la variación en el volumen de contenedores tiene menor volatilidad, con una leve tendencia de crecimiento.

En 2019 la Compañía fue beneficiada por el cese de las operaciones de la terminal Libra en el puerto de Santos, dado que el operador no recibió una renovación de la concesión. Esta área del puerto de Santos fue licitada y actualmente está destinada a operaciones de carga general<sup>13</sup>. Este jugador operaba un 12% de porción del mercado (año 2018).

<sup>13</sup> DatamarNews. (28 de Agosto de 2020). Eldorado Brasil Celulose and Bracell SP Celulose win the Santos port terminals auctions. DatamarNews. Obtenido de <https://www.datamarnews.com/>



**Gráfico 43: Evolución mix de participación por terminal - Complejo Portuario de Santos**



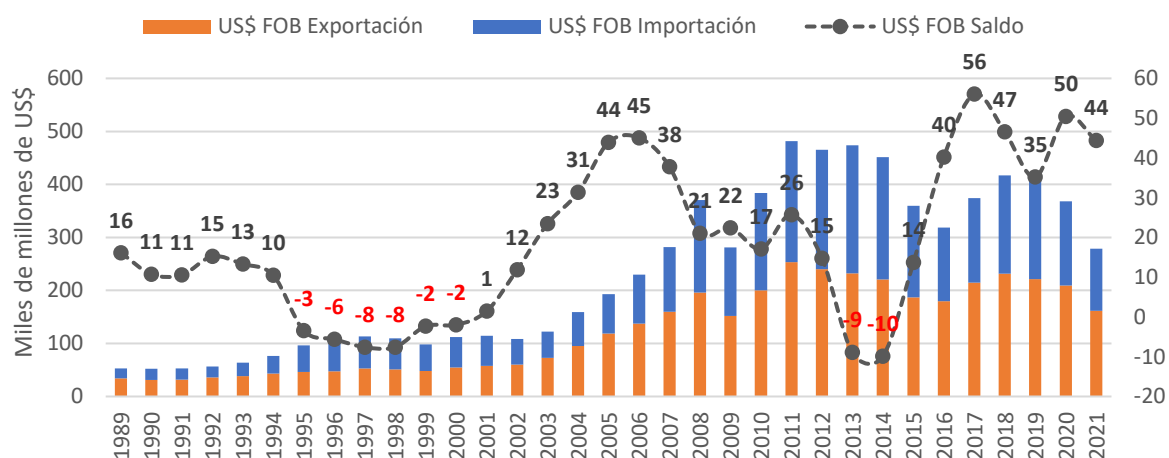
Fuente: Elaboración propia en base a ANTAQ

A diferencia de sus competidores, la terminal Tecon Santos se encuentra en un proceso de expansión de su capacidad operativa, con potencial de incorporar mayor tráfico de contenedores, siendo que su principal competidor (BTP) se encuentra con una alta tasa de utilización de su capacidad operativa (Milberg & Lourencao, Santos Brasil: Charting a New Course in 2021; Initiate at Overweight, 2021). Se destaca que la Compañía se encuentra en proceso de negociación de tarifas con su principal cliente (Maerks) por los próximos 2 años.

#### 5.4 Análisis comercio exterior Brasil

La balanza comercial de Brasil ha tenido saldo positivo en los últimos años, si bien el volumen de importación y exportación ha descendido en 2020 producto de la pandemia COVID-19. Se resalta una tasa de crecimiento anual compuesto para el período 2003-2019 para las exportaciones del 7,19%, mientras que las importaciones lo hicieron al 8,65% aproximadamente.

**Gráfico 44: Evolución balanza comercial Brasil - 1989 a julio 2021**



Fuente: Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría Especial de Comercio Exterior y Asuntos Internacionales de Brasil.

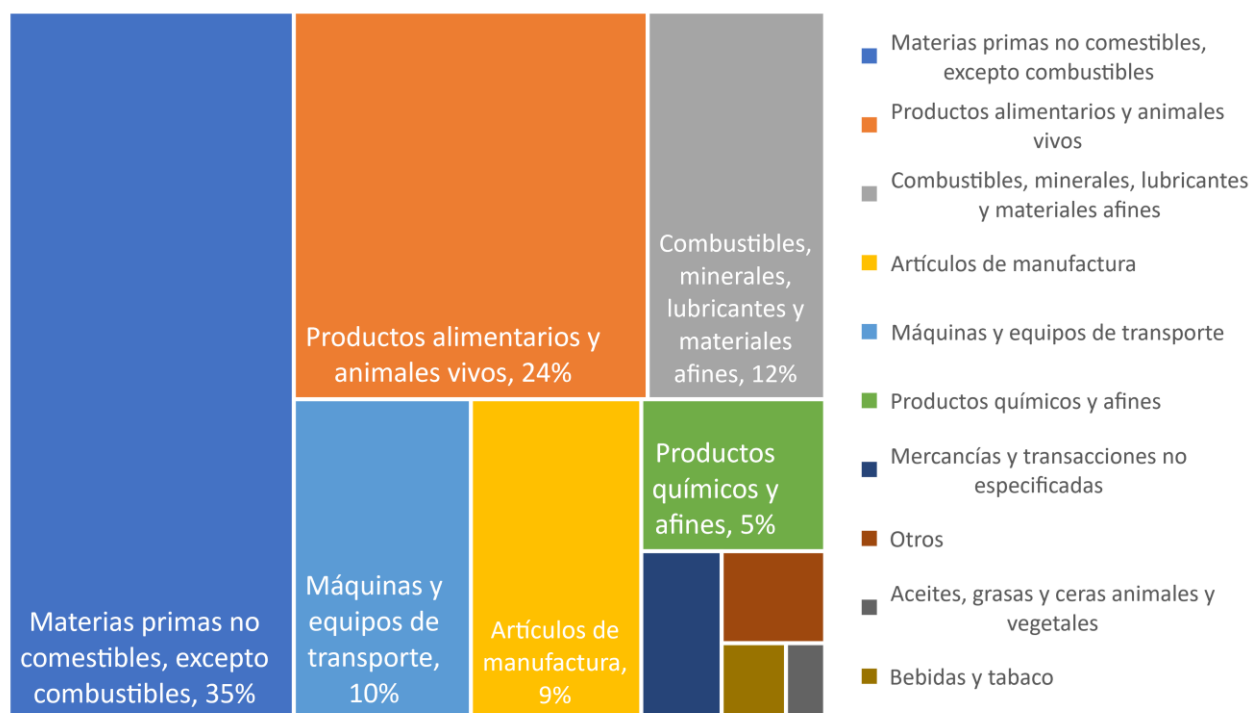
Se destaca que en los períodos 2013 y 2014, el saldo de la balanza comercial de Brasil (exportaciones menos importaciones) presentó saldo negativo, situación que no ocurría desde el año 2000. En el año 2014, se destaca también la baja de las exportaciones (-5%) y de las importaciones (-4,42%) respecto al año previo, lo que tuvo un impacto en el volumen de contenedores en general y en el sector portuario en particular. Según reporte anual de la Compañía para el año 2014, el contexto del comercio exterior de Brasil, sumado al ingreso de nuevos competidores ya descripto, generó un escenario muy desafiante para la empresa, la cual se enfocó en la eficiencia de sus operaciones y en sus costos.

Los principales rubros (CUCI) que componen las exportaciones son<sup>14</sup>:

1. Materias primas no comestibles, excepto combustibles: minerales metálicos y chatarra, semillas y frutos oleaginosos, y residuos de papel y celulosa, entre los productos principales
2. Productos alimentarios y animales vivos: carne, azúcares y alimento para animales
3. Combustibles, minerales, lubricantes y materiales afines: petróleo, productos derivados del petróleo y materiales relacionados principalmente.

<sup>14</sup> En anexo se encuentran los valores en US\$ por rubro y año y los países destino.

**Gráfico 45: Principales rubros de Exportación de Brasil (año 2020)**



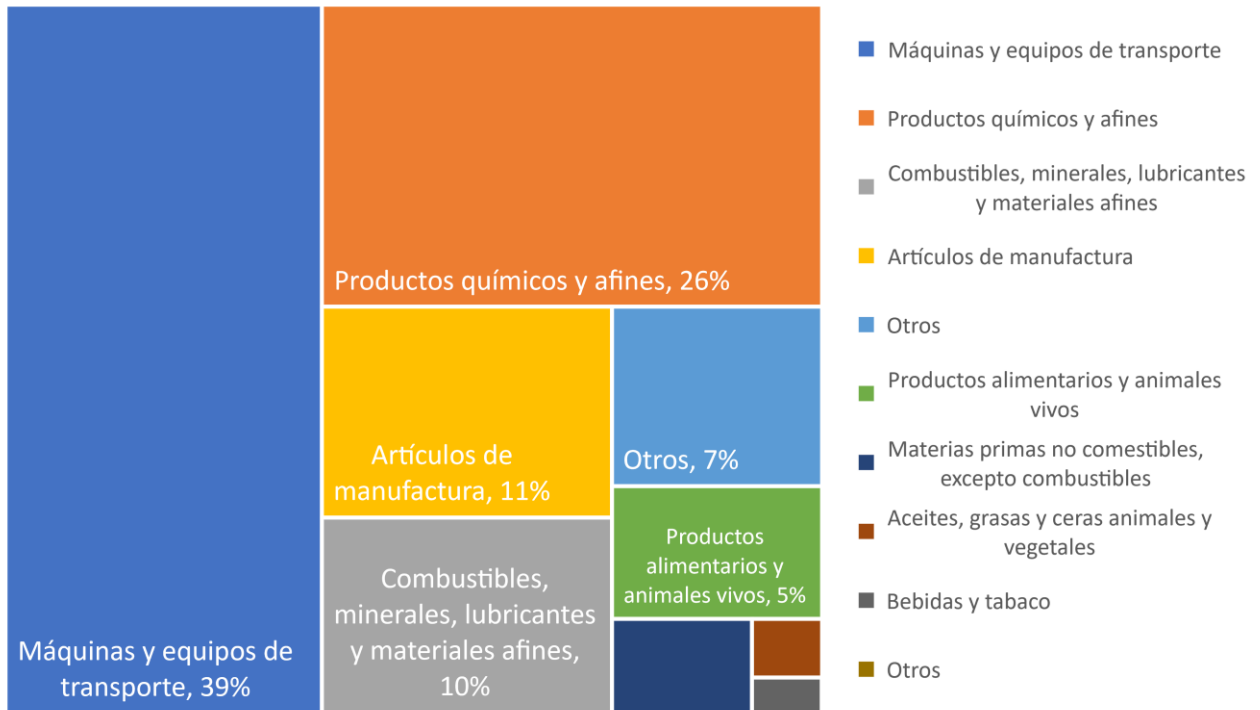
Fuente: Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría Especial de Comercio Exterior y Asuntos Internacionales de Brasil.

Los principales rubros (CUCI) que componen las importaciones son<sup>15</sup>:

- 1- Máquinas y equipos de transporte: varias máquinas y aparatos eléctricos, sus partes y piezas, vehículos, y maquinaria general y equipo industrial
- 2- Productos químicos y afines: químicos orgánicos, productos farmacéuticos y medicinales, y abonos
- 3- Combustibles, minerales, lubricantes y materiales afines: petróleo, productos derivados del petróleo y materiales relacionados, y gas (natural y manufacturado).

<sup>15</sup> En anexo se encuentran los valores en US\$ por rubro y año y los países de origen.

**Gráfico 46: Principales rubros de Importación de Brasil - Año 2020**



Fuente: Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría Especial de Comercio Exterior y Asuntos Internacionales de Brasil.

Los principales destinos, tanto de importación como exportación, son Asia (excluyendo Oriente Medio), Europa y América del Norte.

El tipo de cambio es un factor adicional que puede presionar en las importaciones, el cual ha tenido cierta volatilidad en el último tiempo (con apreciaciones relevantes en algunos meses de 2019, 2020 y 2021).

**Gráfico 47: Evolución Tipo de Cambio US\$/Real Brasileño**



Fuente: Eikon

## 5.5 Cartera de proyectos portuarios del gobierno de Brasil

Las medidas que ha tomado el gobierno de Jair Bolsonaro con el objetivo de modernizar la gestión de los contratos entre el sector público y las empresas portuarias ha generado dinamismo en el sector, lo que se puede observar en los diversos proyectos de licitación que se encuentra vigentes. Según datos del Ministerio de Infraestructura de Brasil, para el período 2019-2020 se realizaron 20 licitaciones de terminales portuarias, implicando una inversión de R\$ 2,49 billones de reales y la creación estimada de 30.401 empleos (entre directos e indirectos)<sup>16</sup>. Estos proyectos representan una potencial incorporación de nuevos activos para los negocios de Santos Brasil, tanto para continuar con su posicionamiento en el segmento de contenedores, como en la diversificación hacia la operación portuaria de otro tipo de cargas.

De acuerdo con la página oficial de "Programa de Parcerias de Investimentos (PPI)"<sup>17</sup> del gobierno de Brasil, hay 39 proyectos portuarios en progreso en todo el territorio, con distintos grados de avances.



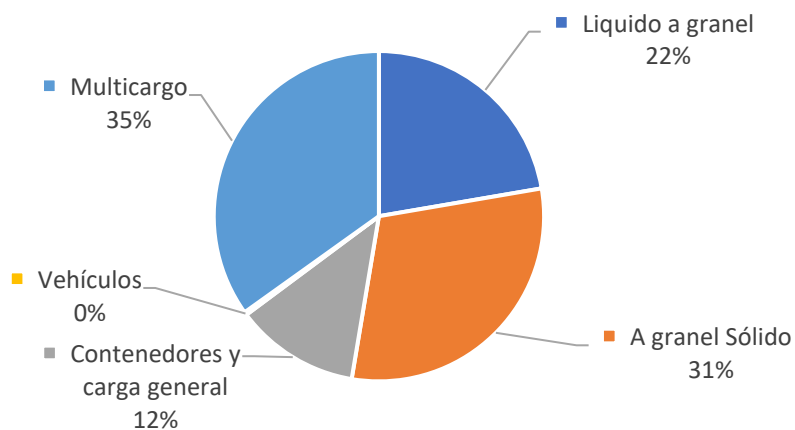
*Ilustración 4. Proyectos portuarios en progreso según ubicación en el territorio de Brasil. Fuente: Programa de Parcerias de Investimentos (PPI)*

<sup>16</sup> Según presentación del Ministerio de Infraestructura del mes de marzo de 2021. [https://fgveurope.fgv.br/sites/fgveurope.fgv.br/files/public\\_minfra\\_partnership\\_march\\_2021.pdf](https://fgveurope.fgv.br/sites/fgveurope.fgv.br/files/public_minfra_partnership_march_2021.pdf)

<sup>17</sup> <https://portal.ppi.gov.br/index.php>

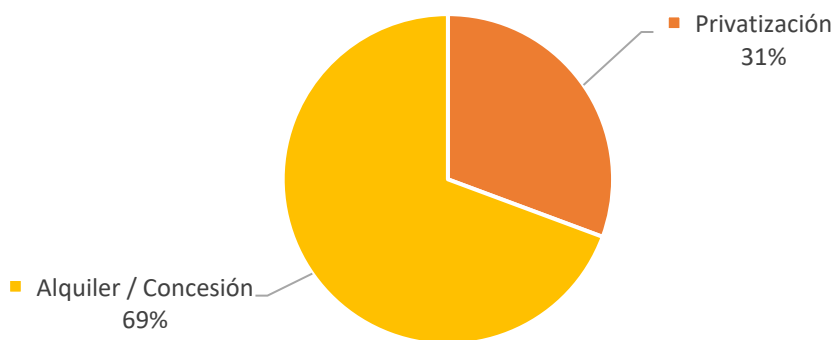
Los proyectos en progreso consideran un requerimiento de inversión de capital por un total de R\$ 10.026 millones<sup>18</sup>. A continuación, se presenta la participación de los proyectos según monto de inversión por tipo de carga, tipo de participación y tipo de proyecto:

**Gráfico 48: Licitaciones según carga**



Fuente: Elaboración propia en base a Programa de Parcerias de Inversiones (PPI), Ministerio de Infraestructura de Brasil y Morgan Stanley Research

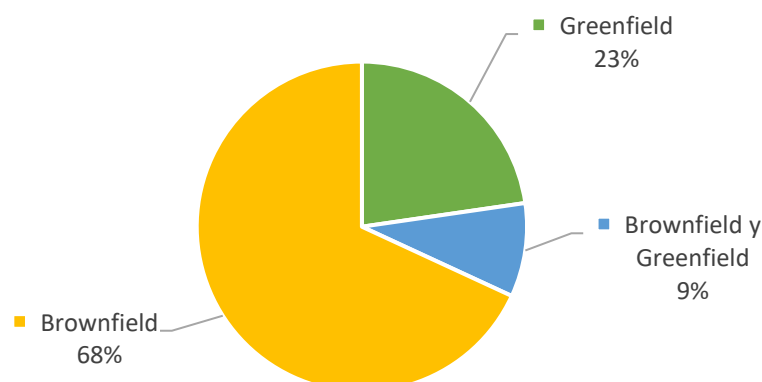
**Gráfico 49: Licitaciones según tipo de participación**



Fuente: Elaboración propia en base a Programa de Parcerias de Inversiones (PPI), Ministerio de Infraestructura de Brasil y Morgan Stanley Research

<sup>18</sup> El listado completo de los proyectos y sus características se detallan en el anexo.

Gráfico 50: Licitaciones según tipo de proyecto



Fuente: Elaboración propia en base a Programa de Parcerias de Inversiones (PPI), Ministerio de Infraestructura de Brasil y Morgan Stanley Research

Como podemos observar, en su mayoría son proyectos de iniciativa estatal con formato de concesión y/o alquiler que abarcan distintos tipos de carga a los cuales estarán destinados los puertos, con un peso mayor para los tipos de proyecto Brownfield.

## 6 Análisis de Riesgos y Oportunidades

A continuación, y en base a la información analizada tanto de la industria como de la Compañía, se resumen los principales riesgos que enfrenta Santos Brasil y las oportunidades que presenta el mercado y la industria portuaria en general.

### 6.1 Riesgos

- Lenta evolución (incremento) del margen EBITDA sobre ventas de la Compañía, a pesar del nuevo acuerdo comercial con Maersk y la actualización de tarifas.
- Lenta recuperación de las importaciones de Brasil, amenazadas por una debilitación del real brasileño.
- Incapacidad de cumplir con los proyectos y/o el crecimiento inorgánico que plantea la estrategia de la Compañía con tasas de retorno positivas, a través de la participación de las licitaciones del gobierno de Brasil.



## 6.2 Oportunidades

- Nuevas vías de crecimiento a mediano y largo plazo a través de la participación en nuevos proyectos y la mayor integración de los segmentos de negocios portuarios con la unidad de negocios de logística.
- Aceleración del crecimiento del volumen operado de contenedores en el Puerto de Santos en el futuro, tanto por aumento de la capacidad operativa como por acciones tendientes a mejorar su cuota de mercado.
- Desarrollo de nuevos segmentos portuarios, diversificando el porfolio de negocios de la Compañía, atendiendo nuevos tipos de carga.

## 7 Análisis Financiero

### 7.1 Ingreso y Costos Unitarios

A continuación, se presenta un resumen de los ingresos por unidad de negocio, los ingresos y los costos unitarios desde 2015 hasta 2020.

en R\$	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Fecha Fin del Período	31-dic.-2015	31-dic.-2016	31-dic.-2017	31-dic.-2018	31-dic.-2019	31-dic.-2020
<b>Análisis Unitario</b>						
<b>Ingresos Netos (en millones de R\$)</b>	1.109,5	956,6	953,1	1.085,6	1.135,3	1.087,1
Terminales Portuarias	820,7	742,9	672,5	727,9	785,9	768,6
Operaciones de Muelle	NA	NA	362,6	390,1	421,6	379,2
Operaciones de Almacenaje	NA	NA	304,2	326,2	348,6	365,4
Carga General	NA	NA	5,8	11,5	15,7	24,0
Logística	230,2	170,8	219,7	288,5	284,6	268,5
Transporte	NA	NA	NA	47,7	47,3	43,8
Depósito Aduanero	NA	NA	NA	198,9	191,1	181,9
Centros de Distribución	NA	NA	NA	35,8	40,2	33,1
Terminales Logísticas	NA	NA	NA	6,1	6,0	9,7
Terminal de Vehículos	58,4	42,9	60,8	69,3	64,7	50,1
<b>Ingreso Unitario (en R\$)</b>						
Terminales Portuarias	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Operaciones de Muelle	NA	NA	374,3	359,7	360,7	351,5
Operaciones de Almacenaje	NA	NA	2.464,3	2.824,3	2.472,3	2.863,5
Carga General	NA	NA	101,9	84,9	81,8	85,1
Logística	4.350,2	4.752,1	4.924,2	5.313,5	5.165,5	5.772,0
Terminal de Vehículos	276,8	235,8	210,4	286,4	364,4	326,2
<b>Costo Unitario (en R\$)</b>						
Terminales Portuarias	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Logística	3.781,8	5.024,2	4.358,4	4.231,1	4.299,9	4.873,7
Terminal de Vehículos	174,8	187,9	144,3	169,1	203,2	237,4

Tabla 2. Análisis unitario de las principales líneas de negocios de Santos Brasil desde 2015 a 2020. Fuente: elaboración propia en base a Santos Brasil Investor Relations y Balances anuales (Notas explicativa 19, 20 y 21 según ejercicio)



Como se puede observar, para los años 2015 y 2016 la Compañía no poseía la información de ingresos por subsegmentos abiertos en las notas explicativas en sus balances.

Respecto a los ingresos unitarios de Terminales Portuarias, vemos que para el subsegmento Operaciones de Muelle, el ingreso unitario se encuentra en el nivel más bajo desde el año 2017. Por otro lado, la renegociación de tarifas con Maersk<sup>19</sup>, su principal cliente, se estima tengan un impacto muy positivo en la segunda mitad del 2021. Si bien los términos del nuevo contrato son reservados, fuentes del mercado aseguran incrementos nominales de tarifas en el orden del 100%.

**Gráfico 51: Ingreso Unitario Operaciones de Muelle**

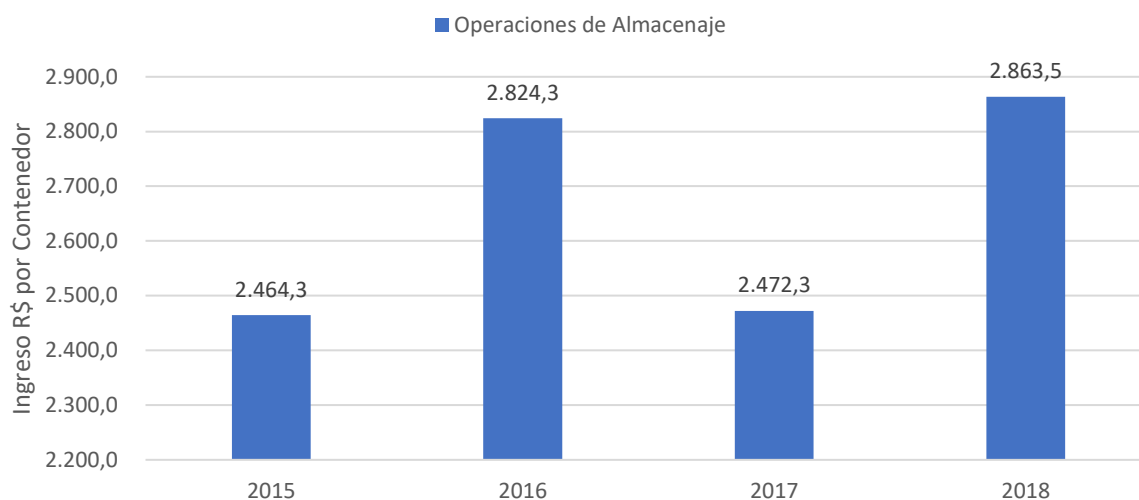


Fuente: Elaboración propia en base a Santos Brasil Investor Relations y Balances anuales

Por otro lado, se aprecia una recuperación de los ingresos unitarios por parte de Operaciones de Almacenaje en el último año (a niveles de 2018):

<sup>19</sup> Hecho relevante de fecha 31 de marzo 2021, "Estado de negociación del contrato".  
Fuente: Santos Brasil Investor Relations

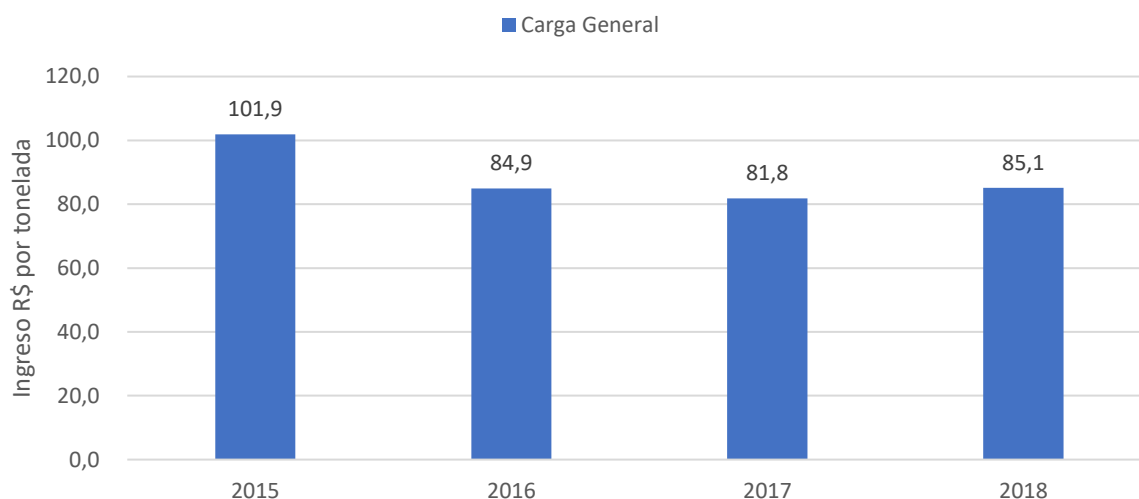
**Gráfico 52: Ingreso Unitario Operaciones de Almacenaje**



Fuente: Elaboración propia en base a Santos Brasil Investor Relations y Balances anuales

Respecto a la carga general, vemos que para el último subsegmento de la unidad de negocios de Terminales Portuarias el ingreso unitario de 2020 se encuentra en niveles de años anteriores, aunque muy por debajo del que presentó el año 2017.

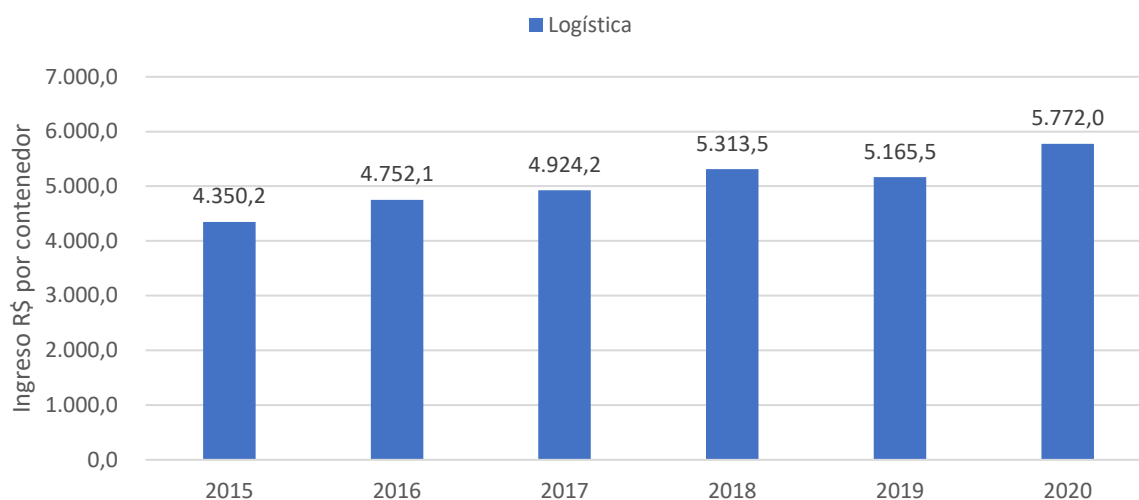
**Gráfico 53: Ingreso Unitario Carga General**



Fuente: Elaboración propia en base a Santos Brasil Investor Relations y Balances anuales

Con relación al negocio de Logística, se observa una tendencia de crecimiento para los ingresos unitarios por contenedor operado (CAGR 2015-2020 +5,8%).

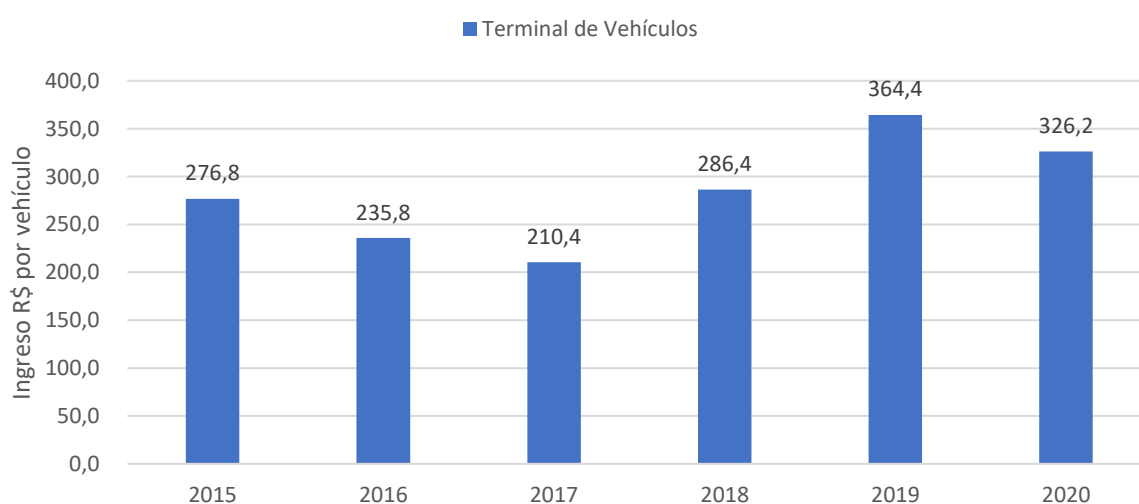
**Gráfico 54: Ingresos Unitarios Logística**



Fuente: Elaboración propia en base a Santos Brasil Investor Relations y Balances anuales

En el negocio de Terminal de Vehículos, podemos observar que el nivel de ingreso unitario por vehículo del último período se encuentra por encima de los últimos años (con excepción del año 2019). La tendencia es de crecimiento (CAGR 2015-2020 +3,3%).

**Gráfico 55: Ingreso Unitario Terminal de Vehículos**

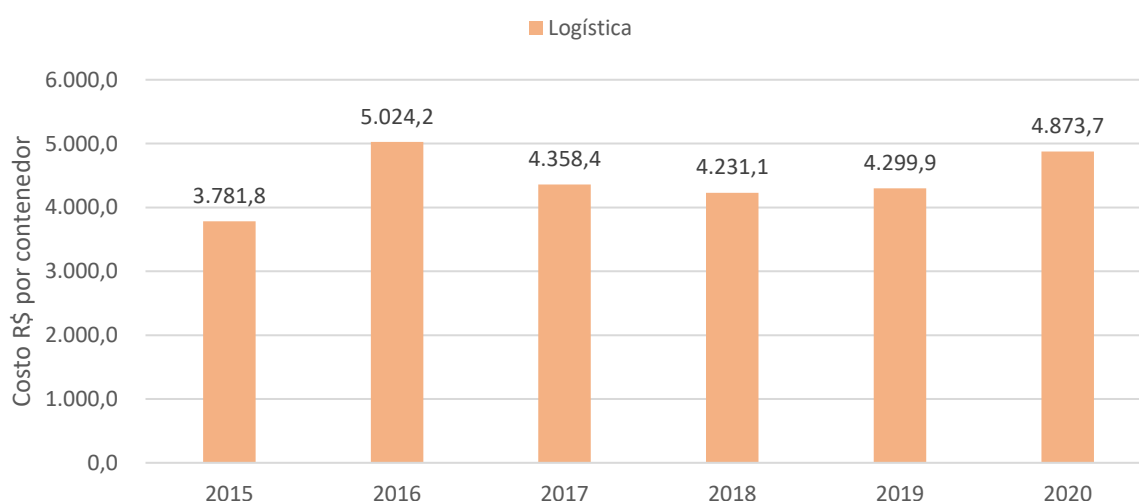


Fuente: Elaboración propia en base a Santos Brasil Investor Relations y Balances anuales

Respecto a los costos unitarios, se observa que, debido a que Terminales Portuarias contienen los costos tanto de las operaciones relacionadas a contenedores como a carga general, no es posible separar un costo unitario para cada tipo de volumen. Por otro lado, sí es posible realizar la apertura para Vehículos y Logística.

Si analizamos el costo unitario del negocio Logística, observamos una tendencia de crecimiento (levemente menor a la que presenta el ingreso unitario), superior al crecimiento promedio de los ingresos de este negocio (CAGR 2015-2020 +1,8%). Para el último período, el nivel de costo unitario se encuentra por encima de los últimos 3 años, aunque por debajo del nivel más alto de los últimos 6 años (2016).

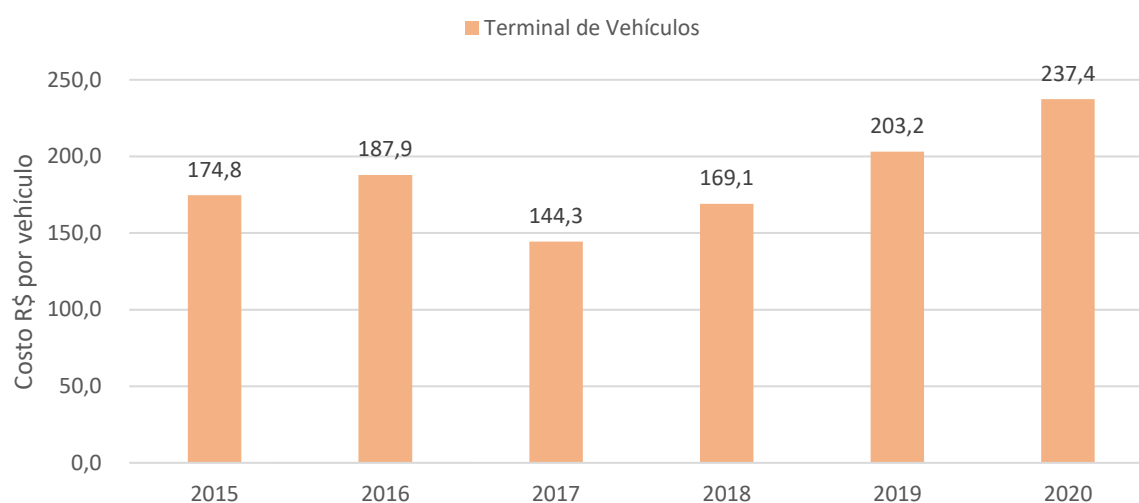
**Gráfico 56: Costo Unitario Logística**



Fuente: Elaboración propia en base a Santos Brasil Investor Relations y Balances anuales

Por último, si analizamos el costo unitario del negocio Terminal de Vehículos, observamos que la tendencia es de crecimiento (CAGR 2015-2020 +6,3%) al igual que los ingresos, afectado particularmente por el año 2020, el cual presentó una baja considerable del volumen operado respecto al año anterior (-13,6%).

**Gráfico 57: Costo Unitario Terminal de Vehículos**



Fuente: Elaboración propia en base a Santos Brasil Investor Relations y Balances anuales

## 7.2 Estructura de Costos

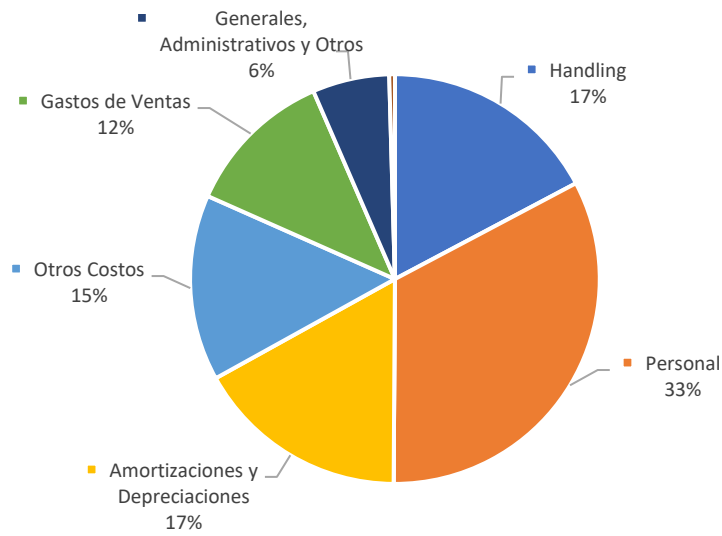
A continuación, se presenta la evolución de los principales conceptos que componen la estructura de costos de la Compañía:

R\$ millones	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Fecha Fin del Período	31-dic.-2015	31-dic.-2016	31-dic.-2017	31-dic.-2018	31-dic.-2019	31-dic.-2020
<b>Costo de los Servicios Prestados</b>	<b>720,1</b>	<b>723,4</b>	<b>659,2</b>	<b>687,2</b>	<b>731,6</b>	<b>718,4</b>
Handling	169,1	177,4	184,0	207,3	187,9	151,8
Personal	244,7	252,3	242,0	245,9	289,8	289,1
Arrendamiento e Infraestructura	71,0	77,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortizaciones y Depreciaciones	117,4	88,7	126,0	120,4	132,0	148,3
Otros Costos	117,9	127,2	107,2	113,6	121,9	129,3
<b>Generales y de Administración</b>	<b>244,9</b>	<b>133,5</b>	<b>146,1</b>	<b>181,8</b>	<b>163,7</b>	<b>161,5</b>
Gastos de Ventas	115,6	67,2	84,6	115,6	107,6	104,2
Generales, Administrativos y Otros	115,1	58,7	54,3	62,6	52,5	53,4
Amortizaciones y Depreciaciones	14,2	7,6	7,2	3,6	3,6	3,9

Tabla 3. Estructura de costos y rubros que lo componen de Santos Brasil desde 2015 a 2020. Fuente: Fuente: Elaboración propia en base a Santos Brasil Investor Relations

Para el año 2020, la participación por rubro dentro la estructura de costos de la Compañía es la siguiente:

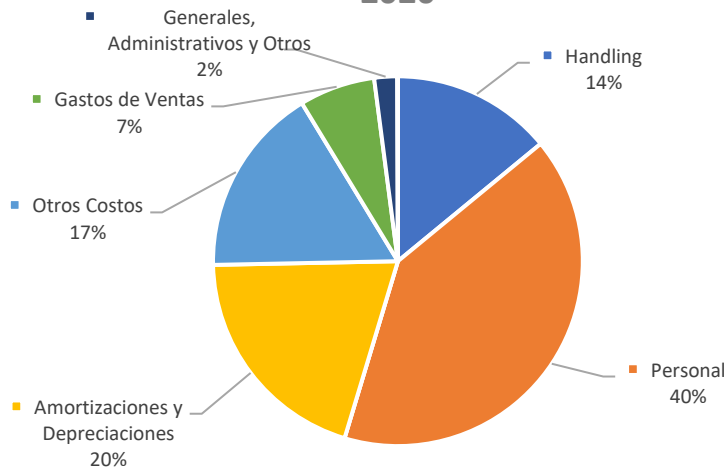
**Gráfico 58: Estructura de Costos Santos Brasil - Año 2020**



Fuente: Elaboración propia en base a Santos Brasil Investor Relations

Para el año 2020, la participación por rubro dentro de la estructura de costos de Terminales Portuarias es la siguiente:

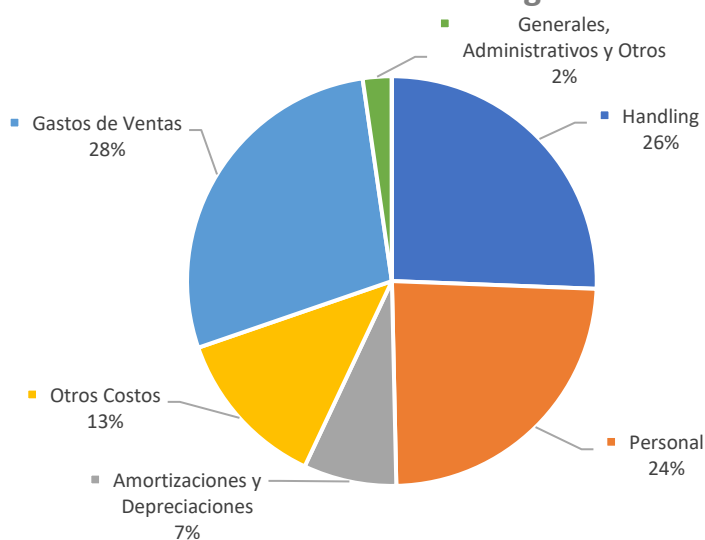
**Gráfico 59: Estructura de Costos Terminales Portuarias - Año 2020**



Fuente: Elaboración propia en base a Santos Brasil Investor Relations

Para el año 2020, la participación por rubro dentro la estructura de costos de Logística es la siguiente:

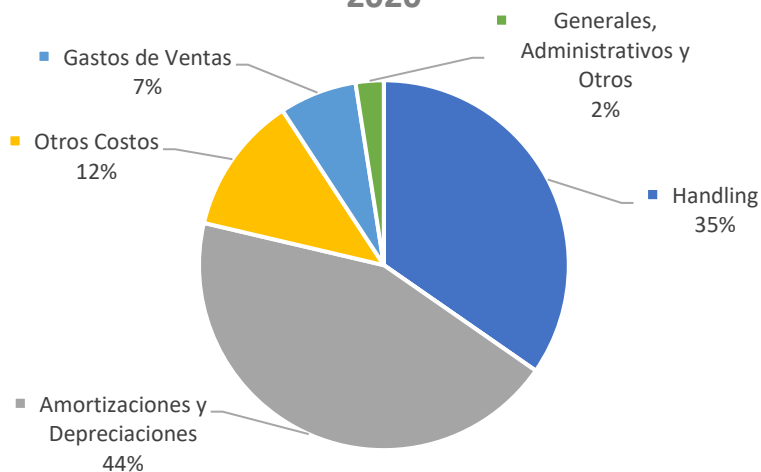
**Gráfico 60: Estructura de Costos Logística - Año 2020**



Fuente: Elaboración propia en base a Santos Brasil Investor Relations

Para el año 2020, la participación por rubro dentro la estructura de costos de Terminal de Vehículos es la siguiente:

**Gráfico 61: Estructura de costos Terminal de Vehículos - Año 2020**



Fuente: Elaboración propia en base a Santos Brasil Investor Relations

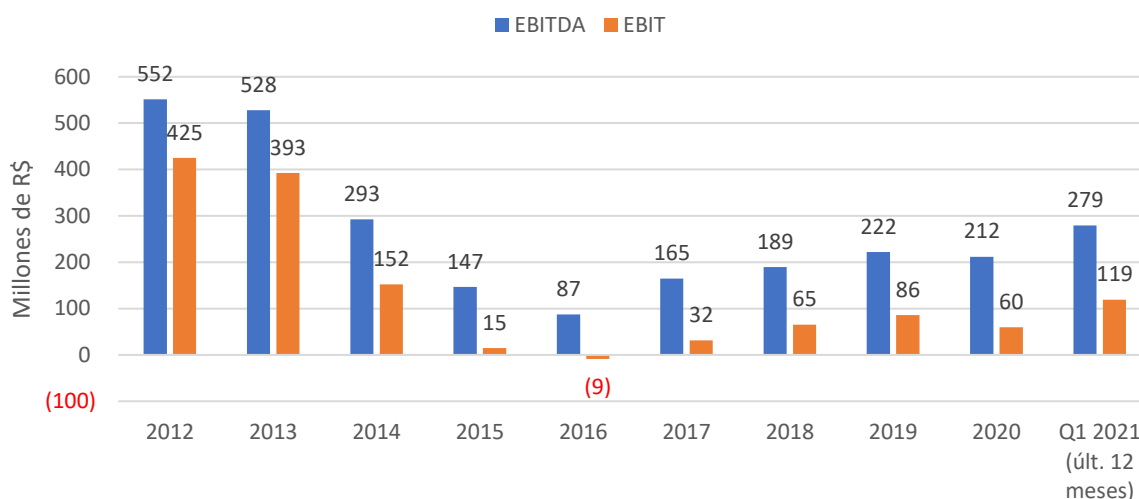
El personal es el principal componente dentro de la estructura de costos de la Compañía, tanto en las unidades de negocio de Terminales Portuarias y Logísticas,

no así en la división de Terminal de Vehículos (con mayor componente de amortizaciones y depreciaciones, y gastos de handling).

### 7.3 EBIT y EBITDA

En general, los resultados EBIT y EBITDA siguen la tendencia de las ventas. Se observa una baja de ambos resultados desde 2012 hasta 2016, producto de la baja en el volumen operado debido al ingreso de nuevos competidores y al contexto del mercado en general (volumen de contenedores y balanza comercial de Brasil). A pesar de ello, se observa una tendencia de crecimiento desde 2016 a la fecha.

**Gráfico 62: EBIT y EBITDA**

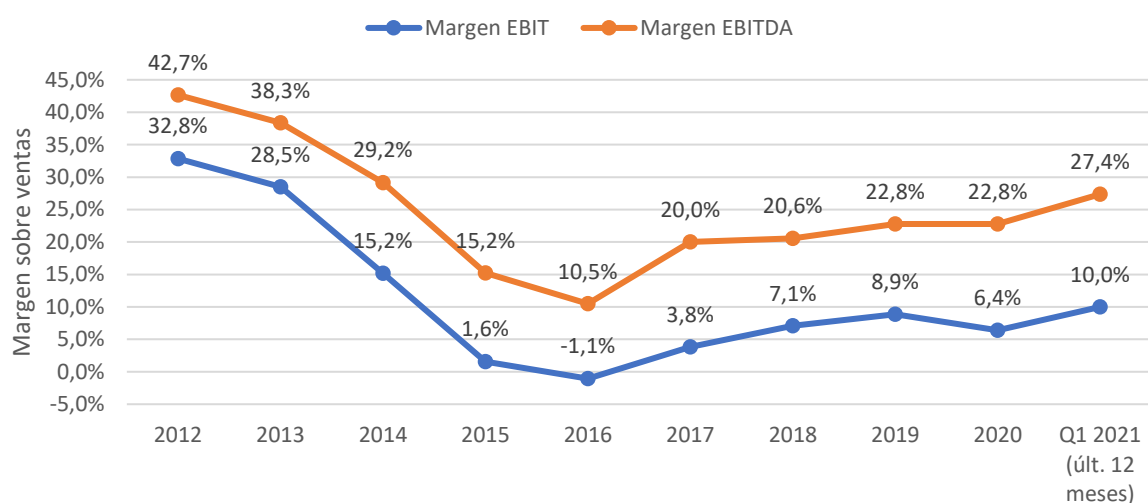


Fuente: Elaboración propia en base a Santos Brasil Investor Relations

Respecto a los márgenes, siguen un comportamiento muy similar a la tendencia que presentan los resultados y el comportamiento de las ventas.



**Gráfico 63: Márgenes EBIT y EBITDA**



Fuente: Elaboración propia en base a Santos Brasil Investor Relations

Los niveles de márgenes EBIT y EBITDA de los últimos 5 años se encuentran por debajo del promedio de la industria y de comparables locales<sup>20</sup>, los cuales son más similares a los que presentaba la Compañía en los años previos al período 2014.

Comparativo Industria	Mediana Industria	STBP3	RAIL	LOGN3
Fecha Fin del Período	31-dic.-2020			
Rentabilidad				
Margen Bruto	53.1%	5,5%	32,2%	20,7%
Margen EBITDA	45.7%	22,8%	54,1%	26,7%
Margen Operativo	27.5%	6,4%	28,0%	17,1%

Tabla 4. Ratios de rentabilidad Santos Brasil y referencia comparables locales. Fuente: Eikon

Respecto a comparables de países emergentes y de frontera, los niveles de márgenes para el período 2020 de Santos Brasil se encuentra por debajo de lo que muestran las compañías seleccionadas.

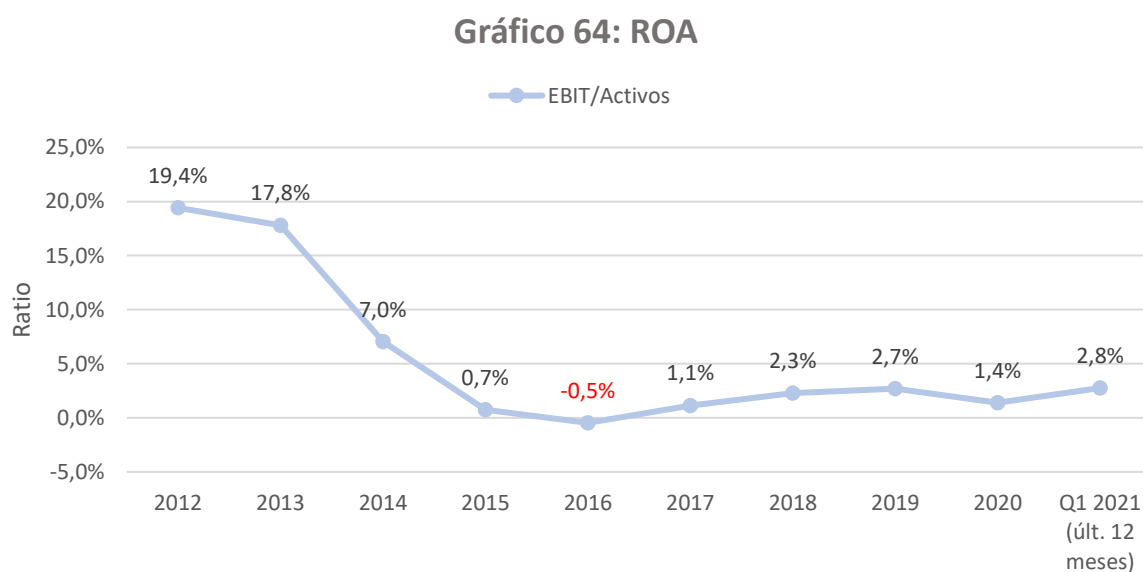
<sup>20</sup> En la sección Valuación por Múltiplos se encuentra un mayor detalle de las compañías seleccionadas.

Comparativo Industria	Mediana Industria	STBP3	ATI	SMSAAM	ALNC	KW
Fecha Fin del Período	31-dic.-2020					
Rentabilidad						
Margen Bruto	53.1%	5,5%	-	32,2%	61,2%	46,8%
Margen EBITDA	45.7%	22,8%	63,6%	38,6%	55,9%	44,9%
Margen Operativo	27.5%	6,4%	44,7%	21,6%	57,4%	40,0%

Tabla 5. Ratios de rentabilidad Santos Brasil y referencia comparables países emergentes y de frontera. Fuente: Eikon

## 7.4 ROA y ROE

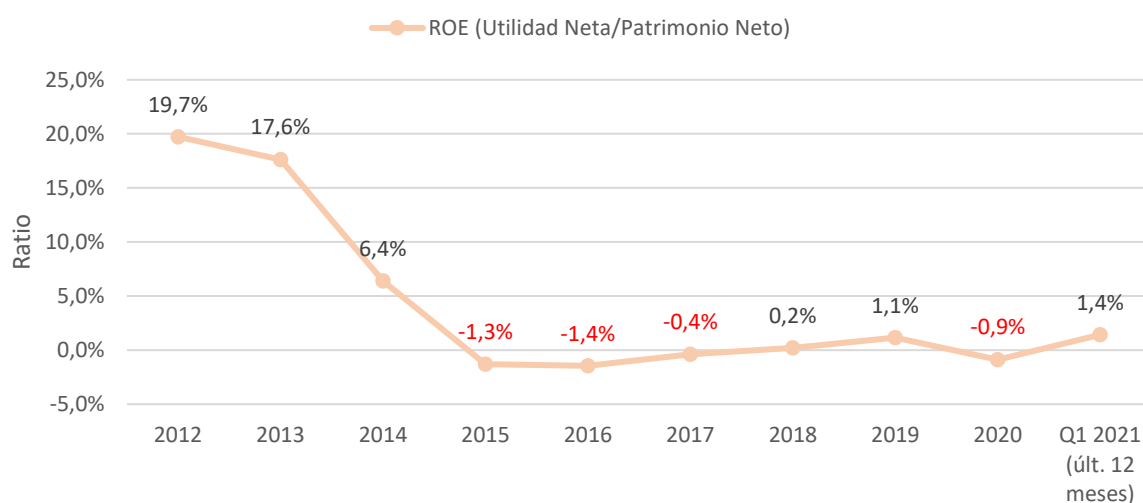
En cuanto al retorno sobre activos (ROA), podemos observar que Santos Brasil ha tenido niveles relativamente altos para los períodos previos a 2014. Por los motivos ya comentados, el EBIT ha ido descendiendo a partir de ese año, generando un bajo retorno sobre el activo total (si bien se encuentra con una leve tendencia hacia la recuperación, en torno al 3% para el primer trimestre de 2021).



Fuente: Elaboración propia en base a Santos Brasil Investor Relations

Respecto al ROE de Santos Brasil, vemos que presenta un comportamiento muy similar al ROA, con niveles de retornos sobre el capital cercanos al 20% para los períodos 2012 y 2013. Luego, a partir de 2014, el retorno comienza a descender, presentando en algunos períodos retornos negativos.

**Gráfico 65: ROE**



Fuente: Elaboración propia en base a Santos Brasil Investor Relations

Los niveles de ROA y ROE previos a 2014 se encontraban en un nivel superior a la mediana de la industria. En la actualidad, Santos Brasil presenta bajos niveles de ROA y ROE en comparación con la industria. Con respecto a comparables locales, para el período 2020 Santos Brasil presenta mejor ROA respecto a Login y mejor rotación del activo respecto a Rumo.

Comparativo Industria	Mediana Industria	STBP3	RAIL	LOGN3
Fecha Fin del Período	31-dic.-2020			
DuPont/Poder de ganancia				
Rotación del Activo	0.17	0,25	0,18	0,55
ROA	4.1%	1,4%	1,2%	(1,0%)
ROE	6.8%	(0,9%)	2,5%	3,9%

Tabla 6. ROA, ROE y Rotación del Activo Santos Brasil y referencia comparables locales. Fuente: Eikon y Santos Brasil Investor Relations

Respecto a comparables de países emergentes y de frontera, los niveles de ROA, ROE y rotación del activo de la Compañía se encuentran por debajo de los que presentan las empresas seleccionadas para el período 2020.

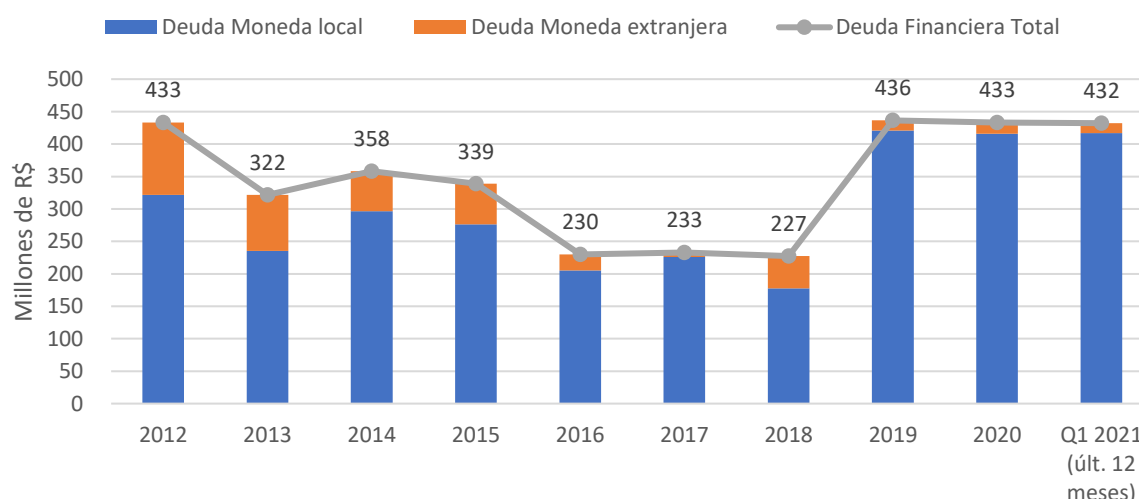
Comparativo Industria	Mediana Industria	STBP3	ATI	SMSAAM	ALNC	KW
Fecha Fin del Período	31-dic.-2020					
DuPont/Poder de ganancia						
Rotación del Activo	0.17	0,25	0,29	0,34	0,52	0,20
ROA	4.1%	1,4%	13,5%	5,9%	29,8%	7,6%
ROE	6.8%	(0,9%)	15,5%	8,3%	33,5%	7,6%

Tabla 7. ROA, ROE y Rotación del Activo Santos Brasil y referencia comparables países emergentes y de frontera. Fuente: Eikon y Santos Brasil Investor Relations

## 7.5 Deuda financiera

La deuda financiera de Santos Brasil se compone principalmente de préstamos y emisiones de deuda en moneda local, con muy baja participación de endeudamiento en moneda extranjera.

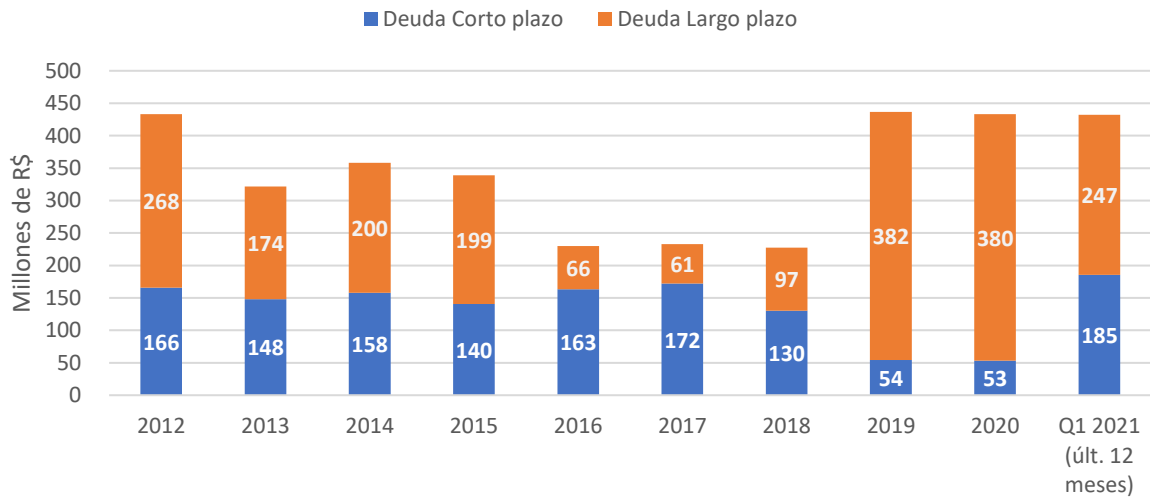
Gráfico 66: Composición Deuda según Moneda



Fuente: Elaboración propia en base a Santos Brasil Investor Relations

En el año 2019 la compañía emitió 2 títulos de deuda por un total de R\$300 millones a tasa variable (CETIP + margen): R\$ 100 millones a 5 años (vencimiento 2024), y R\$ 200 millones a 7 años con vencimiento 2026. Ello explica el crecimiento de la deuda de largo plazo del período.

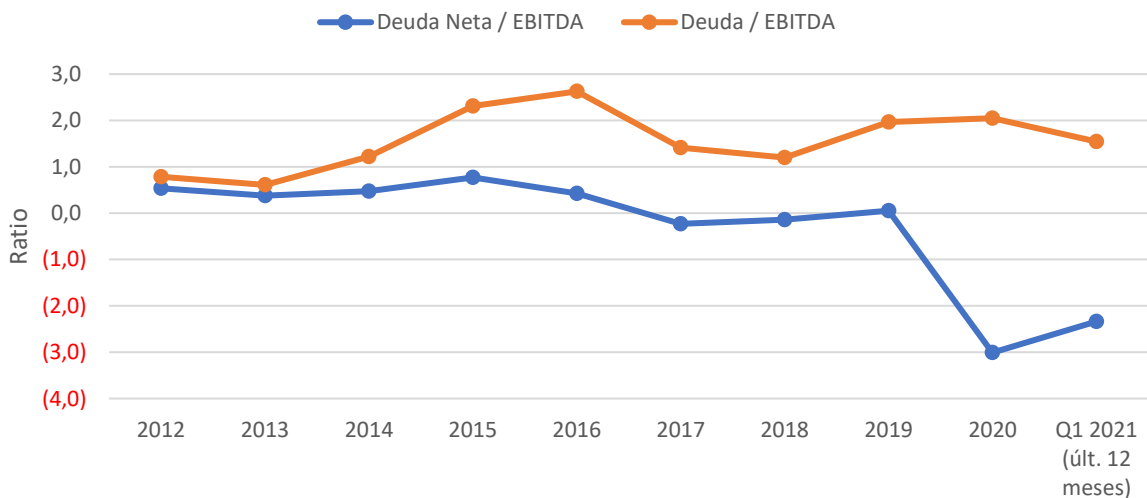
**Gráfico 67: Composición Deuda según plazo**



Fuente: Elaboración propia en base a Santos Brasil Investor Relations

Los niveles de cobertura de la deuda financiera son altos (la deuda financiera no llega a representar 3 veces el EBITDA). Si consideramos la deuda neta, contemplando la caja y equivalentes, debido a la emisión de acciones en el mercado local en el año 2020 (que incrementó fuertemente la caja), el ratio es negativo. Esto significa que la caja y los equivalentes valorizados son mayores a la deuda financiera.

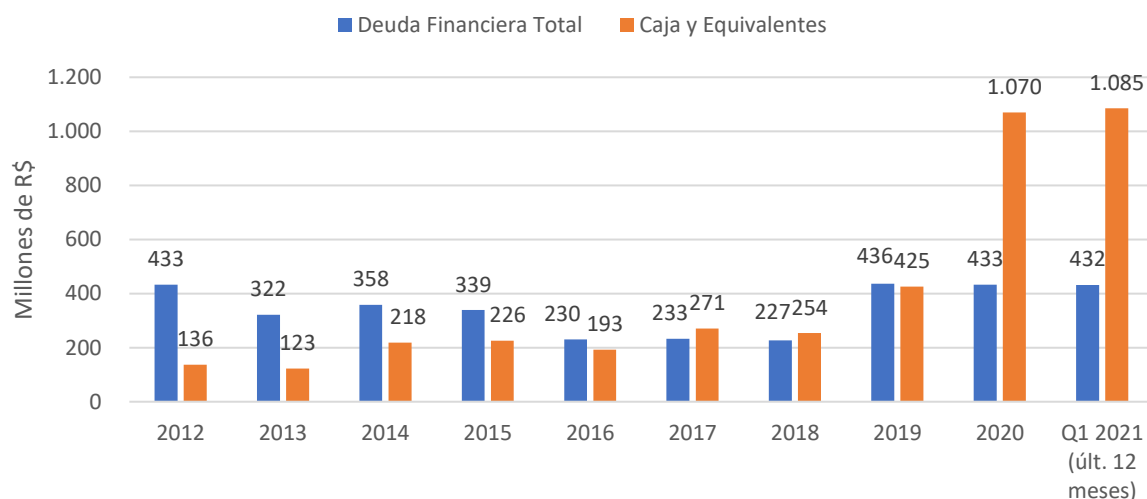
**Gráfico 68: Cobertura de Deuda**



Fuente: Elaboración propia en base a Santos Brasil Investor Relations

La caja y sus equivalentes se han incrementado desde el año 2020, debido a la emisión de nuevas acciones. Estos fondos serán destinados a nuevos proyectos de inversión. Es por ello por lo que, en los últimos 2 años, la caja representa casi 2,5 veces la deuda emitida por la compañía.

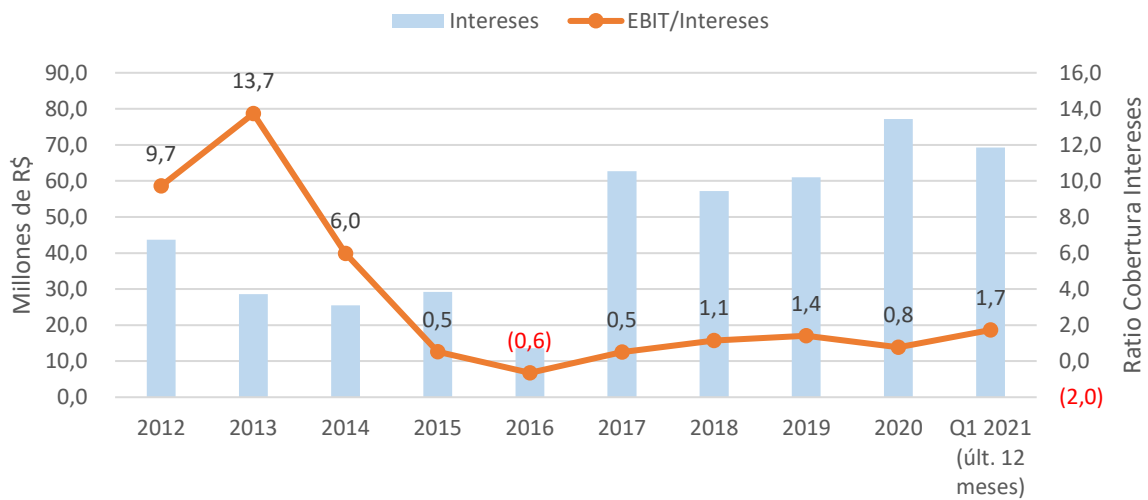
**Gráfico 69: Deuda Financiera vs. Caja y Equivalentes**



Fuente: Elaboración propia en base a Santos Brasil Investor Relations

Respecto a la cobertura de intereses (EBIT/Intereses), se puede observar un deterioro de la cobertura desde 2014 hasta 2018, principalmente debido a la baja del EBIT (siendo negativo en 2016), con un resultado por intereses relativamente estable. A pesar de ello, actualmente se encuentra en niveles adecuados, con leve margen de cobertura para futuros endeudamientos.

**Gráfico 70: Cobertura de Intereses**

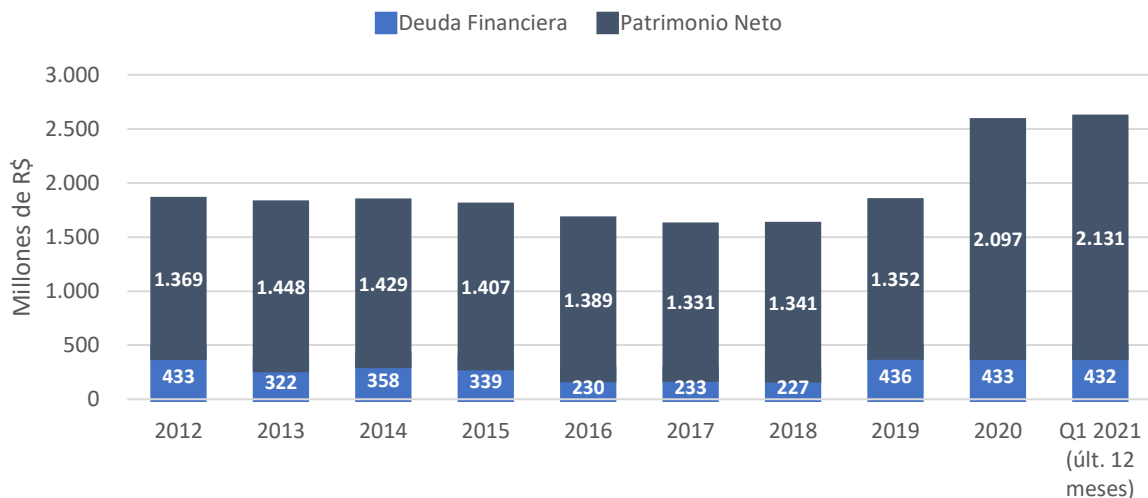


Fuente: Elaboración propia en base a Santos Brasil Investor Relations

## 7.6 Estructura de Capital

La estructura de capital de Santos Brasil denota que la compañía se financia principalmente con capital propio. El crecimiento de la estructura de capital del año 2019 se debe principalmente a la emisión de deuda en moneda local. Por otro lado, el crecimiento que presenta el período 2020 se debe a la emisión de nuevas acciones en el mercado local.

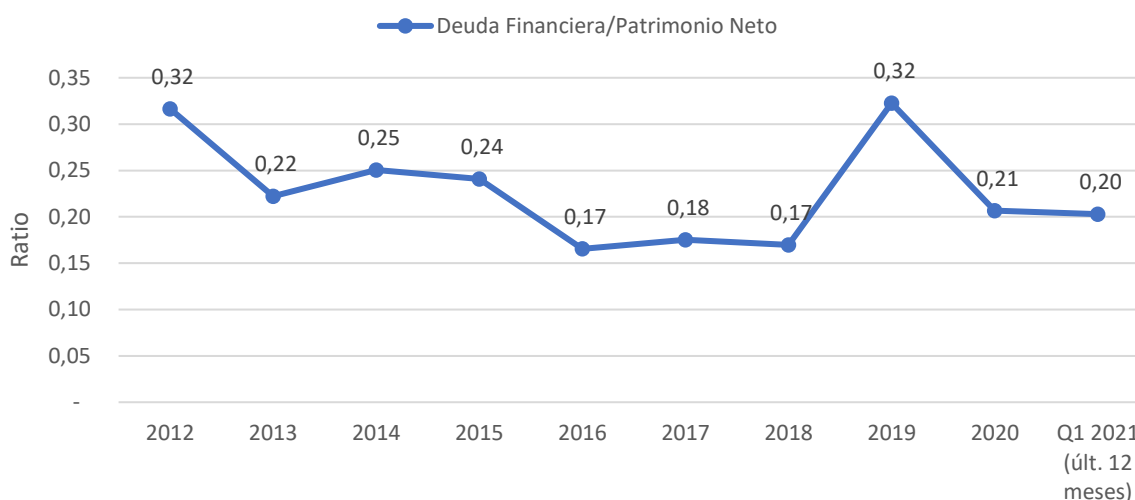
**Gráfico 71: Estructura de Capital**



Fuente: Elaboración propia en base a Santos Brasil Investor Relations

La deuda financiera no supera una participación del 25% sobre el total de la estructura de capital de la compañía, lo que sostiene un bajo ratio Deuda Financiera/Patrimonio Neto.

**Gráfico 72: Ratio Estructura de Capital**



Fuente: Elaboración propia en base a Santos Brasil Investor Relations

Respecto a sus comparables locales, al cierre del año 2020 la empresa mantiene un bajo nivel de ratio Deuda Financiera/Patrimonio Neto, considerando que las compañías Rumo y Login para el período 2020 tienen un ratio de 1,52 y 4,48 respectivamente (lo que denota el mayor nivel de endeudamiento de estas empresas en comparación a Santos Brasil).

Comparativo Industria	Mediana Industria	STBP3	RAIL	LOGN3
Fecha Fin del Período	31-dic.-2020			
Endeudamiento				
Activos/Capital	1.79	2,02	3,06	6,24
Deuda/Capital	0.39	0,21	1,52	4,48
% Deuda LP sobre Total Capital	21.6%	16,1%	52,0%	72,8%
EBIT/Intereses	NA	0,77	2,25	1,68

Tabla 8. Ratios de endeudamiento Santos Brasil y comparables locales. Fuente: Eikon

Respecto a comparables de países emergentes y de frontera, para el período 2020 Santos Brasil se encuentra en niveles similares para en cuanto a Deuda/Capital,



en donde algunas compañías no tienen deuda financiera. Respecto al ratio EBIT/Intereses, se encuentra con menor margen respecto a sus comparables.

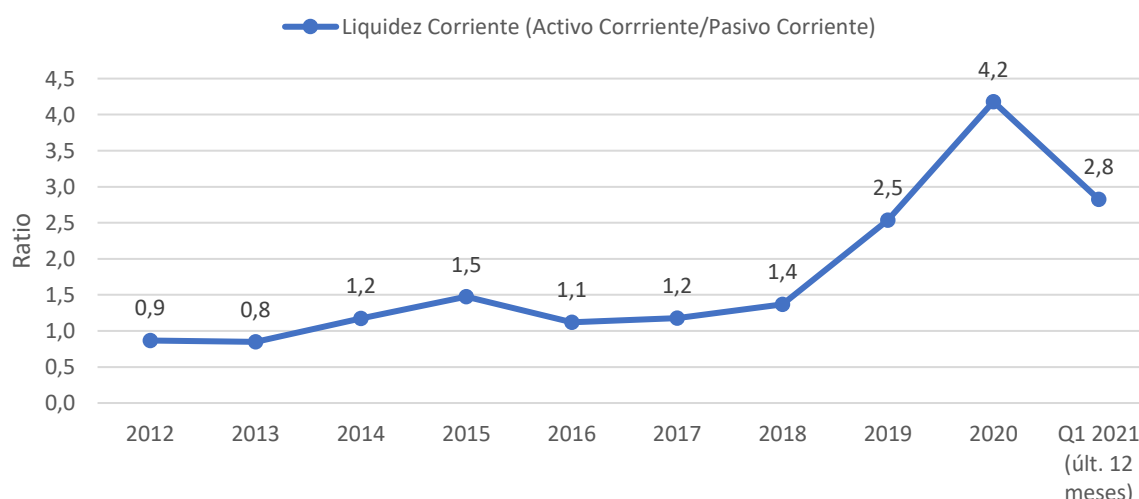
Comparativo Industria	Mediana Industria	STBP3	ATI	SMSAAM	ALNC	KW
Fecha Fin del Período	31-dic.-2020					
Endeudamiento						
Activos/Capital	1.79	2,02	1,55	2,18	1,12	1,17
Deuda/Capital	0.39	0,21	0,03	0,80	-	0,06
% Deuda LP sobre Total Capital	21.6%	16,1%	2,3%	34,2%	0,0%	3,8%
EBIT/Intereses	NA	0,77	7,52	4,49	-	17,60

Tabla 9. Ratios de endeudamiento Santos Brasil y comparables países emergentes y de frontera. Fuente: Eikon

## 7.7 Liquidez

Si analizamos la liquidez de Santos Brasil, observamos niveles altos para el ratio Liquidez Corriente para el período 2020, debido al incremento de la caja y equivalentes producto de la emisión de nuevas acciones en el mismo período. En ese sentido, vemos niveles razonables del indicador desde 2014 en adelante (mayor a 1).

Gráfico 73: Liquidez Corriente



Fuente: Elaboración propia en base a Santos Brasil Investor Relations

Respecto a comparables locales, Santos Brasil presenta niveles superiores de Liquidez Corriente para el período 2020 y superiores a la mediana de la industria.

Comparativo Industria	Mediana Industria	STBP3	RAIL	LOGN3
Fecha Fin del Período	31-dic.-2020			
Liquidez				
Liquidez Corriente	1.94	4,18	2,25	2,54

Tabla 10. Ratio de liquidez corriente Santos Brasil y comparables locales. Fuente: Eikon

El mismo análisis podemos realizar si observamos el ratio de Santos Brasil respecto a comparables de países emergentes y de frontera. En este caso, vemos únicamente que la compañía Alexandria Container and Cargo Handling Company SAE (ALNC) presenta un nivel superior de Liquidez Corriente respecto a la Compañía.

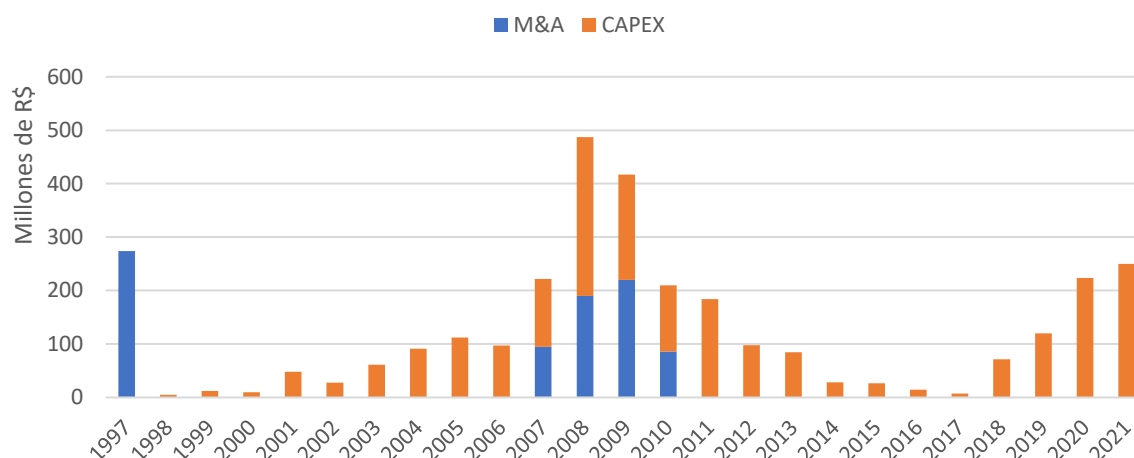
Comparativo Industria	Mediana Industria	STBP3	ATI	SMSAAM	ALNC	KW
Fecha Fin del Período	31-dic.-2020					
Liquidez						
Liquidez Corriente	1.94	4,18	2,61	1,95	6,32	4,11

Tabla 11. Ratio de liquidez corriente Santos Brasil y comparables países emergentes y de frontera. Fuente: Eikon

## 7.8 Inversiones de Capital

Las inversiones en adquisiciones y bienes de capital ha sido uno de los pilares estratégicos del crecimiento de la Compañía. Las inversiones de los últimos años se han concentrado en la 2º ampliación de la terminal Tecon Santos y la expansión de Tecon Imbituba. Si bien la Compañía ha realizado importantes adquisiciones vía licitaciones y/o adquisición de compañías desde sus inicios, debe cumplir como operador portuario de las licitaciones donde ha sido ganador con un plan de inversiones a lo largo de los próximos años.

**Gráfico 74: Evolución de Inversiones**



Fuente: Presentación Corporativa noviembre 2019 y Guidance al Mercado del 6 de abril de 2021

### Detalle M&A

1997 – Licitación Tecon Santos

2006 – Santos Brasil IPO

2007 – Adquisición de Santos Brasil Logística

2008 – Licitación de Tecon Imbituba y adquisición de Tecon Vila do Conde

2009 – Licitación de Terminal de Vehículos

### Detalle CAPEX

2004/2006 – 1º expansión de Tecon Santos

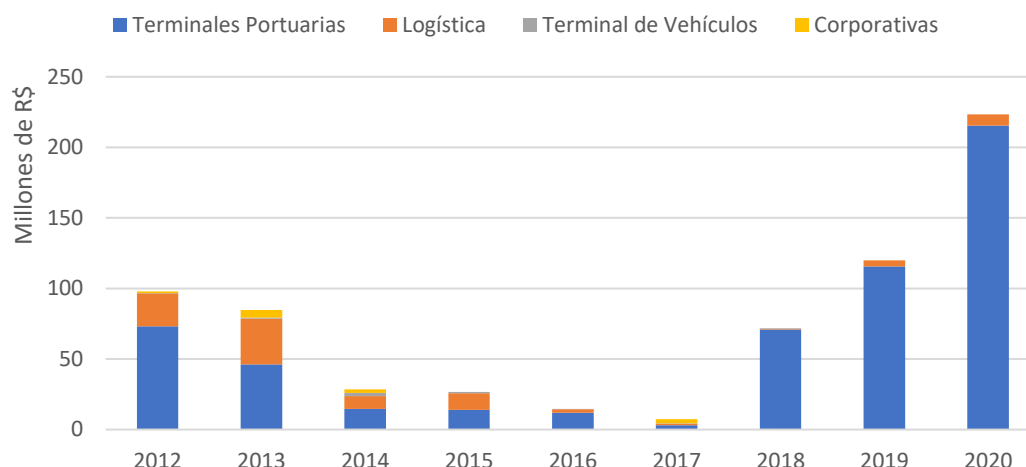
2008/2010 – 2º expansión de Tecon Santos

2008/2011 – Expansión de Tecon Imbituba

2018/2019 – Expansión de capacidad y mejora de infraestructura en Tecon Santos y Tecon Vila do Conde

Las inversiones se han concentrado principalmente en el segmento de Terminales Portuarias, su principal unidad de negocio.

### Gráfico 75: Inversiones por Unidad de Negocios



Fuente: Presentación Corporativa noviembre 2019

En los próximos años, la Compañía debe realizar inversiones de capital relacionadas a la renovación del contrato de concesión como operador de Tecon Santos por los próximos 25 años (vencimiento 2047). La expansión y modernización de la terminal consiste en tres fases:

1. Fase 1 (2018-2Q 2021): extensión y refuerzo del muelle de la terminal Tecon Santos y la Terminal de Vehículos (TEV), y la adquisición de nuevos equipos con el objetivo de poder tener la capacidad de operar simultáneamente 3 buques de 366 metros de longitud.
2. Fase 2: expansión de la capacidad operativa y reajuste del diseño del patio de almacenamiento, con extensión del acceso del ferrocarril.
3. Fase 3: automatización de la zona aduanera, permitiendo incrementar la capacidad operativa y reduciendo costos.

En el segundo trimestre de 2021, la Compañía ha ganado la licitación de 3 puertos para la manipulación, almacenamiento y distribución de combustible líquido a granel en el Complejo Portuario de Itaqui, en el estado de Maranhão (proyectos denominados IQI03, IQI11 e IQI12), que en conjunto suman 190.000 m<sup>3</sup> de capacidad estática e implican una inversión de R\$ 157 millones. La concesión es por un plazo de 20 años, prorrogables por un período máximo de 70 años. Este

hito marca también la entrada de la Compañía al segmento portuario de graneles líquidos<sup>21</sup>.

Activo	Puerto	Tipo de Carga	Ganador
IQI03	Itaqui	Líquido a granel	Santos Brasil
IQI11	Itaqui	Líquido a granel	Santos Brasil
IQI12	Itaqui	Líquido a granel	Santos Brasil
IQI13	Itaqui	Líquido a granel	Tequimar (UPGA)
PEL01	Pelotas	Carga general	CMPC Celulose

Tabla 12. Resultados licitación de proyectos portuarios Q2 2021 de Brasil. Fuente: Programa de Parcerias de Inversiones (PPI) y Morgan Stanley Research

La cartera de licitaciones portuarias que desarrolla el gobierno de Brasil es una potencial fuente de incremento de los negocios de la Compañía. En ese sentido, los proyectos STS08 y STS08A que serán licitados en el 2Q 2022 y 2Q 2021 son licitaciones en estudio por parte de la Compañía, lo cual implica un desembolso de R\$ 1.002 millones para la adquisición de estos activos.

Puerto	Inversión de Capital (en millones de R\$)	Tipo de proyecto	Tipo de participación	Duración contrato (años)	Licitación pública
<b>Líquido a granel</b>	<b>1.002</b>				
STS08 - Liquid bulk Terminal in Porto Santos / SP	210	Brownfield	Alquiler / Concesión	25	2Q 2022
STS08A - Leasing of liquid bulk in the Port of Santos / SP	792	Brownfield	Alquiler / Concesión	25	2Q 2021

Tabla 13. Proyectos portuarios por licitar bajo análisis de Santos Brasil. Fuente: Programa de Parcerias de Inversiones (PPI) y Morgan Stanley Research

## 7.9 Ratios de gestión

A continuación, se detallan las principales ratios operativos y de gestión de Santos Brasil:

<sup>21</sup> Hecho relevante de fecha 9 de abril 2021, "Licitación Itaqui ganadora". Fuente: Santos Brasil Investor Relations.

	Mediana Industria	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Fecha Fin del Período		31-dic.-2015	31-dic.-2016	31-dic.-2017	31-dic.-2018	31-dic.-2019	31-dic.-2020
Operativos							
Rotación Cuentas a Cobrar	4.1	9,1	8,2	8,4	8,0	7,7	7,1
Días de Cobranza	88.4	40,2	44,5	43,7	45,6	47,7	51,9
Rotación de Inventario	5.8	31,9	30,8	28,1	29,4	31,5	30,1
Días de Inventario	63.0	11,5	11,9	13,0	12,4	11,6	12,2
Días Cuentas a Pagar	123.9	24,3	25,1	32,2	31,0	29,2	33,2
Rotación Activo Fijo	0.63	1,5	3,5	3,9	4,2	4,2	4,1
Ciclo de Conversión de Caja	67.5	27,3	31,3	24,5	27,1	30,1	30,8

Tabla 14. Ratio de gestión de Santos Brasil y mediana industria. Fuente: Eikon

En líneas generales, los ratios de gestión son estables y se mantienen en términos razonables a lo largo del tiempo. Se observa que la rotación de las cuentas a cobrar, si bien viene descendiendo en los últimos 2 años, se encuentra muy por encima de la mediana de la industria. Esto repercute en los días en la calle o días de cobranza, los cuales son muy razonables para la industria (promedio últimos 4 años en 47 días).

Respecto a la rotación del inventario, al ser un negocio de servicios y no tener un componente tan relevante de materias primas, la rotación es alta y superior a la mediana de la industria. En ese sentido, los días de inventario son muy bajos (12,2 días en 2020).

Respecto a los días de cuentas a pagar, vemos que Santos Brasil cancela sus compromisos a 33 días en promedio en 2020, lo que denota que no se financia con proveedores (muy por debajo de la mediana de la industria, que se encuentra en 123,9 días).

La rotación del activo fijo se encuentra por encima de la mediana de la industria, mejorando en los últimos años.

Por último, respecto al ciclo de conversión de caja (que combina la performance de los días de inventario, días en la calle y días de cuentas a pagar), observamos que la Compañía tiene 30,8 días en 2020 desde las compras hasta la cobranza de las ventas. Este nivel de días se encuentra por debajo de la mediana de la industria, con un leve incremento en los días desde 2017.

## 7.10 Conclusiones

A continuación, se detallan las principales conclusiones del análisis financiero:

- Buen crecimiento de los volúmenes de contenedores operados año a año (principalmente en Tecon Imbituba y Tecon Vila do Conde, y en el último año Tecon Santos). Promedio participación contenedores Full 77%.
- Potencial de rentabilizar en el futuro el ajuste de tarifas (en servicios portuarios principalmente) y el negocio de Logística. Excelente margen EBITDA en Terminal de Vehículos (56% últimos 3 años, aunque un 8% de contribución sobre el EBITDA total de la Compañía).
- Buenas perspectivas en el corto plazo, con posibilidades de superar los números estimados por la Compañía (guidance) para el período 2021. Volumen de contenedores operados en Q1-2021 Tecon Santos +22% vs. Q1-2020.
- La empresa ha realizado inversiones relevantes en los últimos 2 años que acompañaron su crecimiento, financiadas con Deuda y Capital.
- Buena liquidez, con exceso de caja para hacer frente a sus obligaciones y nuevos proyectos de inversión. Bajo nivel de endeudamiento, por debajo de comparables similares de diferentes regiones.
- Posición sólida frente a sus competidores en el mercado de contenedores de Brasil, ubicándose como un operador líder dentro de la industria regional. El análisis comparativo demuestra un manejo eficiente por parte del management.

## 8 Valuación por Flujo de Fondos Descontados

Con el fin de realizar la valuación de la Compañía, se procederá a utilizar el método de valuación por flujo de fondos descontados o "valuación intrínseca", a través de un análisis preciso del flujo de efectivo neto (es decir, entradas de efectivo menos salidas) generados a lo largo del tiempo, considerando los parámetros internos del negocio (Pereiro, 2002). El valor de la compañía<sup>22</sup> está compuesto por dos diferentes flujos de fondos libres, generados en diferentes períodos del tiempo:

---

<sup>22</sup> Del término inglés *Enterprise Value*, también conocido como valor de la firma, valor de los activos o valor de la empresa.

*Valor de la compañía*

$$\begin{aligned}
 &= \text{valor de la compañía para el período proyectado} \\
 &+ \text{valor de la compañía para el valor terminal}
 \end{aligned}
 \tag{1}$$

El valor de la compañía para el período proyectado contendrá todos los parámetros y variables que tendrán impacto en los ejercicios más próximos. Por otro parte, y dado que estamos considerando que la compañía sigue adelante con sus operaciones en el futuro, la empresa aún puede generar flujos de caja libres, que toman la forma de un valor terminal o residual. La estimación del valor terminal requiere de especial atención, dado que representa la mayor parte del valor de la empresa en la ecuación anterior.

El valor de los activos que estamos obteniendo en la ecuación (1) es para todos los inversores, tanto accionistas como tenedores de deuda. Para obtener el valor de la empresa, es necesario evaluar el valor de los activos comerciales subyacentes, libre de deudas y separado de cualquier efectivo y/o valores negociables (Berk & DeMarzo, 2017). Lo calculamos de la siguiente manera:

$$\begin{aligned}
 \text{Valor de la empresa} \\
 &= \text{Valor de mercado del patrimonio} + \text{Deuda} - \text{Caja excedente}
 \end{aligned}
 \tag{2}$$

Para estimar el valor actual de la empresa, debemos calcular el valor presente del flujo de caja libre que la empresa tiene disponible para pagar a todos los inversores. Para obtener el flujo de caja libre, utilizamos la siguiente ecuación:

$$\begin{aligned}
 \text{Flujo de Caja Libre} \\
 &= EBIT \times (1 - \tau_c) + \text{Depreciación} - \text{Gastos de Capital} \\
 &- \text{Variación del Capital de Trabajo Neto}
 \end{aligned}
 \tag{3}$$

Donde

$$\tau_c = \text{tasa de impuesto a las ganancias corporativa}
 \tag{4}$$

$$EBIT = \text{ganancia antes de intereses e impuesto a las ganancias}
 \tag{5}$$

Luego, estimamos el valor presente  $PV$  de la empresa  $V_0$  calculando el valor presente del flujo de caja libre utilizando una tasa de descuento WACC denotada como  $r_{WACC}$ , que es el costo promedio de capital que la empresa debe pagar a todos de sus inversores:



$$V_0 = PV (\text{Flujos de caja libre futuro de la firma}) \quad (6)$$

$$V_0 = \frac{FCL_1}{1 + r_{WACC}} + \frac{FCL_2}{(1 + r_{WACC})^2} + \dots + \frac{FCL_N + V_N}{(1 + r_{WACC})^N} \quad (7)$$

El valor terminal  $V_N$  se estima asumiendo una tasa de crecimiento  $g_{FCL}$  constante a largo plazo para el flujo de caja libre más allá del año  $N$ , entonces:

$$V_N = \frac{FCL_{N+1}}{r_{WACC} - g_{FCL}} = \left( \frac{1 + g_{FCL}}{r_{WACC} - g_{FCL}} \right) \times FCL_N \quad (8)$$

Dado el valor de la empresa  $V_0$ , podemos estimar el precio de la acción  $P_0$  utilizando la ecuación (2) para resolver el valor de mercado del patrimonio y luego dividir por el número total de acciones en circulación:

$$P_0 = \frac{V_0 + \text{Caja excedente}_0 - \text{Deuda}_0}{\text{Acciones en circulación}} \quad (9)$$

## 8.1 Parámetros

Para arribar al precio de la acción de la compañía Santos Brasil, se utilizarán los siguientes parámetros y/o variables.

### Fecha de valuación y horizonte de proyección

La valuación se realiza al 31 de marzo de 2021. Se proyectan 10 períodos (hasta 2030) y un valor terminal para la Compañía.

### Volúmenes

El efecto del multiplicador entre el crecimiento económico y el comercio de contenedores ha retrocedido desde 2009 (Rodrigue, 2020), producto de la madurez del proceso de contenerización y su disociación con el crecimiento económico. Esta realidad no es distinta para América Latina y el Caribe<sup>23</sup>, donde el promedio del multiplicador 2003-2008 fue de 3,55, descendiendo a 2,16 para el período 2010-2016 (Sánchez & Barleta, 2018). En ese sentido, se espera una tasa de crecimiento del volumen de contenedores levemente por debajo del

<sup>23</sup> Para profundizar en el análisis del nuevo comportamiento de la contenerización ver Sánchez, R. J., & Barleta, E. (2018). *Reflexiones sobre el futuro de los puertos de contenedores por el nuevo comportamiento de la contenedorización*. CEPAL.

crecimiento de la economía de Brasil en el largo plazo<sup>24</sup>, estimando que el comercio internacional de Brasil sostiene su participación actual en el conjunto de la economía del país. A precios corrientes en reales, la tasa de crecimiento CAGR del PBI de Brasil para el período 2000-2020 fue de 9,58%, mientras que el crecimiento de la suma de importaciones y exportaciones para el mismo período fue de 11,64%<sup>25</sup>, una muy leve diferencia de crecimientos en los últimos 20 años.

Respecto al volumen de Contenedores en Terminales Portuarias, se estima un crecimiento del 18% en 2021; 5% para el período 2022-2023; 4% período 2024-2026 y 2% a partir de 2027. Respecto a la cuota de mercado, se sostiene la participación actual de Tecon Santos.

Respecto a las Toneladas de Carga General, Contenedores de Operaciones de Almacenaje, Logística y Terminal de Vehículos, se estima un crecimiento en línea al crecimiento real de la economía.

### Ingreso unitario por unidades

Contenedores - Terminales Portuarias: fuerte incremento en 2021 direccionado por el nuevo acuerdo de precios con principal cliente (Maersk). A partir de 2025 en línea a la inflación estimada.

Respecto al ingreso unitario de Contenedores de Operaciones de Almacenaje, se estima un crecimiento estable del 1%.

Respecto al ingreso unitario de Carga General y Contenedores Logística, se estiman en línea a la inflación estimada.

Respecto al ingreso unitario de Vehículos, se estima recuperen terreno en 2021 (+11%, quedando en niveles de años anteriores), y luego creciendo en línea a la inflación estimada.

---

<sup>24</sup> Según la consultora McKinsey, para 2066 el volumen de contenedores global (según distintos escenarios de crecimiento del PBI) se encontraría entre 464 y 858 millones de TEUs, con multiplicadores de 0,9 y 1,5 respectivamente. Ver Saxon, S., & Stone, M. (2017). *Container shipping: The next 50 years*. McKinsey & Company.

<sup>25</sup> Fuente: IBGE <https://www.ibge.gov.br/explica/pib.php>

## Perspectivas y nuevos negocios

No se consideran crecimientos potenciales en facturación, volúmenes y diversificación de carga operada por nuevos proyectos de expansión (ya sea vía licitación de terminales portuarias y/o adquisición de compañías).

## Crecimiento de la economía e inflación proyectada

PBI: estimación propia en base Oxford Economics, Banco Mundial y Fondo Monetario Internacional, en términos reales.

IPC: estimación propia en base a Oxford Economics, Banco Mundial y Fondo Monetario Internacional.

## Financiamiento

No se estiman nuevas emisiones de deuda y/o emisiones de nuevas acciones en el mercado de capitales local.

## Costos de los ingresos netos

Se sostienen sobre la participación de ventas histórica (14%).

## Gastos Operativos

Costos de los servicios prestados: Disminuyen su participación sobre ventas respecto a años anteriores debido a la mejora del margen (direccionado por la mejora de los ingresos unitarios en Contenedores Terminales Portuarias por nuevo acuerdo tarifario con principal cliente, Maersk).

Gastos de Ventas: Se mantienen estables en el rango de 7,5-7,8% sobre ventas, en función a la participación sobre ventas que tienen en cada unidad de negocios.

Gastos Administrativos: Se mantienen estables 6,2% sobre ventas.

Otros: 1,6% sobre ventas.

Amortizaciones y Depreciaciones: 12,8% sobre ventas para todo el período.

## EBITDA

Dado el desempeño que presentó la compañía en el primer trimestre de 2021 y las estimaciones de la compañía para el ejercicio vigente, se estima una mejora tanto del EBITDA como del margen EBITDA sobre ventas netas (alcanzando un

32,9%) para el año 2021 respecto a años previos. Luego, a partir de 2022, se estima un EBITDA consolidado estable en 26,9% de ventas netas, levemente por encima del promedio histórico de los últimos 5 años. Respecto al margen EBITDA por negocio, se estiman en base al promedio histórico sobre ventas netas (46,1% para Terminal de Vehículos, 15,3% para Logística y 26,2% para Terminales Portuarias, con excepción del año 2021 donde este último negocio alcanza un margen EBITDA del 33,1%).

### Capital de trabajo

Negativo, en base a la participación histórica sobre ventas, con leve decrecimiento a lo largo de los períodos (2021 en torno al 10% de ventas, y luego descendiendo hasta llegar al 4% de ventas en 2030).

### Inversión en Bienes de Capital

R\$ 275M para 2021 (valor promedio guidance 2Q 2021); 6,32% sobre ventas a partir de 2022 en base al promedio histórico sobre ventas de los últimos 9 períodos.

### Pago de impuesto a las ganancias

Se sostienen en base al promedio histórico sobre ventas de los últimos 9 períodos (2,4%).

## 8.2 Tasa de descuento

La empresa tiene operaciones en Brasil y factura el 100% de sus servicios en reales. Por lo cual, el modelo de flujo de fondos descontados es en reales brasileños, al igual que la tasa de descuento.

La tasa utilizada para descontar los flujos de fondos obtenidos a través del modelo proyectado se obtuvo por medio del modelo conocido como costo promedio ponderado del capital (WACC, Weighted Average Cost of Capital), que puede describirse de la siguiente forma:

$$WACC = r_D + (1 - T_C) \frac{D}{V} + r_E \frac{E}{V} \quad (10)$$

Siendo  $D$  y  $E$  los valores de mercado de la deuda y el capital de la firma, donde  $V = D + E$  es el total de valor de mercado de la firma,  $r_D$  y  $r_E$  son el costo de la deuda y del capital, y  $T_C$  es la tasa de impuesto a las ganancias corporativa.

La tasa de descuento de la deuda fue calculada en base a la YTM al 31/03/2021 de las emisiones vigentes en el mercado que posee la Compañía, las cuales son en moneda local y a tasa flotante (tasa CETIP + margen positivo), ponderadas por el monto de cada emisión.

Emisión	Vencimiento	Monto (en R\$)	Tasa de referencia	Valor 31/03/2021	Margen	Cotización 31/03/2021	YTM
STBPBZ Float 03/25/24	25-mar-2024	100.000.000	CETIP	2,65%	0,70%	970,010	5,08%
STBPBZ Float 03/25/26	25-mar-2026	200.000.000	CETIP	2,65%	1,00%	973,132	4,40%
						<b>300.000.000</b>	<b>Ponderado 4,62%</b>

Tabla 15. Detalle de emisiones vigentes de Santos Brasil. Fuente: Eikon y Bloomberg

Obtenemos entonces el costo de la deuda:

$$r_D = 4,62\% \tag{11}$$

En base a informes de mercado y a los balances históricos de la compañía, la tasa impositiva es del 34%. Definimos entonces la tasa de impuesto a las ganancias en nuestro modelo:

$$T_C = 34,0\% \tag{12}$$

La tasa de descuento del capital de los accionistas fue calculada utilizando el modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model), que puede describirse de la siguiente manera:

$$r_E = r_f + \beta(r_m - r_f) \tag{13}$$

Siendo  $r_E$  la tasa de descuento del capital propio,  $r_f$  la tasa libre de riesgo a la fecha de valuación,  $\beta$  el Beta calculado a partir de regresión entre retornos de la acción y el índice Bovespa,  $r_m$  el rendimiento anual promedio del mercado y  $(r_m - r_f)$  la prima de riesgo.

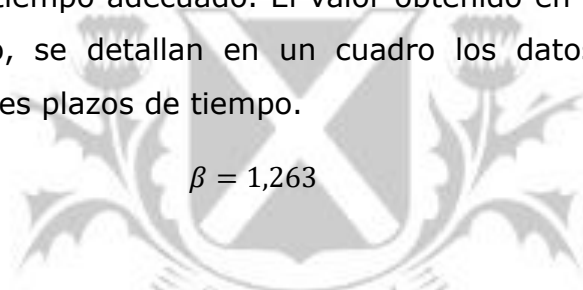
Para la tasa libre de riesgo, se tomó la TIR del bono soberano brasileño en reales a 10 años (BRGV 10.0000 01-Jan-2031) para el día 31/03/2021. El valor es de 8,89%. Definimos entonces la tasa libre de riesgo en nuestro modelo:

$$r_f = 8,89\% \tag{14}$$

Por otro lado, para el rendimiento anual promedio del mercado, se tomó el retorno histórico promedio anual del IBOV desde 1995 hasta 2020 (26 años)<sup>26</sup>, restándole la tasa libre de riesgo indicada. El resultado es un  $r_m$  de 15,06%, al cual le restamos la tasa libre de riesgo indicada, obteniendo una prima de riesgo de 6,17%<sup>27</sup>.

$$r_m - r_f = 15,06\% - 8,89\% = 6,17\% \tag{15}$$

Por último, para el cálculo del Beta, se realizó una regresión lineal entre los retornos semanales de la acción de Santos Brasil (STBP3) y los retornos semanales del índice Bovespa (IBOV) de los últimos 5 años. Se decide elegir la beta de 5 años, ya que toma el valor más cercano al promedio de la industria, siendo un plazo de tiempo adecuado. El valor obtenido en esta regresión fue de 1,263. En el anexo, se detallan en un cuadro los datos de las regresiones realizadas a diferentes plazos de tiempo.



$$\beta = 1,263 \tag{16}$$

**Gráfico 76: Beta STBP3.SA**



Fuente: Elaboración propia en base a datos Eikon

<sup>26</sup> Yahoo. (January 1, 2019). Annual development of the Brazil Bovespa stock index from 1993 to 2018 [Graph]. In Statista. Retrieved August 22, 2021, from <https://www-statista-com.eza.udesa.edu.ar/statistics/410618/bovespa-index-performance/>

<sup>27</sup> En anexo se incluyen encuestas de primas de riesgo de mercado promedio para Brasil

Respecto a la proporción de capital y deuda, se tomó el valor de mercado de la deuda al 31/03/2021 (informado por la Compañía) y el valor de capitalización de mercado a la misma fecha.

$$\frac{E}{V} = 93,15\%; \frac{D}{V} = 6,85\% \quad (17)$$

Podemos resumir la composición de la tasa de descuento en el siguiente cuadro:

<b>Cálculo CAPM</b>	<b>Moneda: Real Brasileño</b>	
(1) Tasa libre de riesgo ( $r_f$ )	Bono soberano Brasil a 10 años en reales	8,89%
(2) Beta apalancada STBP3 ( $\beta$ )	Retorno semanal STBP3 contra IBOV (5 años)	1,263
(3) Retorno del mercado ( $r_m$ )	Retorno histórico promedio (1995-2020) IBOV - $r_f$	6,17%
Costo del capital propio ( $r_e$ )	CAPM	16,68%
Costo de la deuda ( $r_d$ )	YTM ponderada por monto emisiones	4,62%
Tasa impositiva ( $T_c$ )		34,00%
Proporción capital propio (E/V)		93,15%
Proporción deuda (D/V)		6,85%
<b>WACC</b>		<b>15,75%</b>

Tabla 16. Cálculo CAPM y WACC. Fuente: Elaboración propia en base a datos Eikon y Statista

### 8.3 Tasa de crecimiento del Valor Terminal

Se estima en 7,00%, por debajo del crecimiento nominal estimado de la economía brasilera en el largo plazo, calculado en 7,835% en base a una tasa de crecimiento real de la economía del 2,70% y una tasa de inflación del 5% en el largo plazo.

### 8.4 Escenario Base

A continuación, se presentan los cuadros resumen de volúmenes e ingresos unitarios estimados y el modelo de flujo de fondos para el escenario base.



### 8.4.1 Volúmenes estimados y variables macroeconómicas

	REAL 2020	ESTIM. 2021	ESTIM. 2022	ESTIM. 2023	ESTIM. 2024	ESTIM. 2025	ESTIM. 2026	ESTIM. 2027	ESTIM. 2028	ESTIM. 2029	ESTIM. 2030
<b>PBI Brasil - Crecimiento real</b>		<b>4,2</b>	<b>2,5</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>	<b>2,7</b>
<b>IPC Brasil - Tasa nominal anual</b>	<b>4,52</b>	<b>5,7</b>	<b>5,7</b>	<b>5,3</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>
<b>Volúmenes (en miles)</b>											
<b>Contenedores - Terminales Portuarias</b>	<b>1.079,0</b>	<b>1.273,2</b>	<b>1.336,9</b>	<b>1.403,7</b>	<b>1.460,4</b>	<b>1.519,3</b>	<b>1.580,1</b>	<b>1.611,7</b>	<b>1.644,0</b>	<b>1.676,8</b>	<b>1.710,4</b>
var.% a/a	-7,7%	18,0%	5,0%	5,0%	4,0%	4,0%	4,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
<b>Tecon Santos</b>	<b>937,4</b>	<b>1.115,5</b>	<b>1.170,2</b>	<b>1.228,7</b>	<b>1.276,6</b>	<b>1.326,4</b>	<b>1.379,5</b>	<b>1.407,1</b>	<b>1.435,2</b>	<b>1.463,9</b>	<b>1.493,2</b>
var.% a/a	-7,8%	19,0%	4,9%	5,0%	3,9%	3,9%	4,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
<b>Tecon Imbituba</b>	<b>41,7</b>	<b>43,8</b>	<b>45,9</b>	<b>48,2</b>	<b>50,7</b>	<b>53,2</b>	<b>55,3</b>	<b>56,4</b>	<b>57,6</b>	<b>58,7</b>	<b>59,9</b>
var.% a/a	-13,1%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	4,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
<b>Tecon Vila do Conde</b>	<b>99,9</b>	<b>113,9</b>	<b>120,7</b>	<b>126,7</b>	<b>133,1</b>	<b>139,7</b>	<b>145,3</b>	<b>148,2</b>	<b>151,2</b>	<b>154,2</b>	<b>157,3</b>
var.% a/a	-4,2%	14,0%	6,0%	5,0%	5,0%	5,0%	4,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
<b>Toneladas - Carga General</b>	<b>281,4</b>	<b>293,2</b>	<b>300,6</b>	<b>307,5</b>	<b>313,9</b>	<b>320,9</b>	<b>327,3</b>	<b>335,1</b>	<b>342,8</b>	<b>350,4</b>	<b>359,8</b>
var.% a/a	46,8%	4,2%	2,5%	2,3%	2,1%	2,2%	2,0%	2,4%	2,3%	2,2%	2,7%
<b>Contenedores - Operaciones de Almacenaje</b>	<b>127,6</b>	<b>133,0</b>	<b>136,3</b>	<b>139,4</b>	<b>142,4</b>	<b>145,5</b>	<b>148,4</b>	<b>152,0</b>	<b>155,5</b>	<b>158,9</b>	<b>163,2</b>
var.% a/a	-9,5%	4,2%	2,5%	2,3%	2,1%	2,2%	2,0%	2,4%	2,3%	2,2%	2,7%
<b>Contenedores - Logística</b>	<b>46,5</b>	<b>48,5</b>	<b>49,7</b>	<b>50,8</b>	<b>51,9</b>	<b>53,0</b>	<b>54,1</b>	<b>55,4</b>	<b>56,7</b>	<b>57,9</b>	<b>59,5</b>
var.% a/a	-15,6%	4,2%	2,5%	2,3%	2,1%	2,2%	2,0%	2,4%	2,3%	2,2%	2,7%
<b>Vehiculos</b>	<b>153,5</b>	<b>160,0</b>	<b>164,0</b>	<b>167,7</b>	<b>171,3</b>	<b>175,0</b>	<b>178,5</b>	<b>182,8</b>	<b>187,0</b>	<b>191,1</b>	<b>196,3</b>
var.% a/a	-13,6%	4,2%	2,5%	2,3%	2,1%	2,2%	2,0%	2,4%	2,3%	2,2%	2,7%



### 8.4.2 Ingresos Unitarios por líneas de Negocios

	REAL 2020	ESTIM. 2021	ESTIM. 2022	ESTIM. 2023	ESTIM. 2024	ESTIM. 2025	ESTIM. 2026	ESTIM. 2027	ESTIM. 2028	ESTIM. 2029	ESTIM. 2030
<b>Ingreso unitario por unidades (en R\$)</b>											
<b>Contenedores - Terminales Portuarias</b>	<b>351,5</b>	<b>551,7</b>	<b>607,2</b>	<b>637,6</b>	<b>669,7</b>	<b>690,0</b>	<b>710,7</b>	<b>732,0</b>	<b>753,9</b>	<b>776,6</b>	<b>799,9</b>
var.% a/a	-2,6%	57,0%	10,1%	5,0%	5,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
<b>Tecon Santos</b>	<b>335,0</b>	<b>529,3</b>	<b>587,5</b>	<b>616,9</b>	<b>647,7</b>	<b>667,2</b>	<b>687,2</b>	<b>707,8</b>	<b>729,0</b>	<b>750,9</b>	<b>773,4</b>
var.% a/a	-3,5%	58,0%	11,0%	5,0%	5,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
<b>Tecon Imituba</b>	<b>634,0</b>	<b>710,1</b>	<b>745,6</b>	<b>782,9</b>	<b>822,0</b>	<b>846,7</b>	<b>872,1</b>	<b>898,2</b>	<b>925,2</b>	<b>952,9</b>	<b>981,5</b>
var.% a/a	12,2%	12,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
<b>Tecon Vila do Conde</b>	<b>634,0</b>	<b>710,1</b>	<b>745,6</b>	<b>782,9</b>	<b>822,0</b>	<b>846,7</b>	<b>872,1</b>	<b>898,2</b>	<b>925,2</b>	<b>952,9</b>	<b>981,5</b>
var.% a/a	12,2%	12,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
<b>Toneladas - Carga General</b>	<b>85,1</b>	<b>90,0</b>	<b>95,1</b>	<b>100,1</b>	<b>105,1</b>	<b>110,4</b>	<b>115,9</b>	<b>121,7</b>	<b>127,8</b>	<b>134,2</b>	<b>140,9</b>
var.% a/a	4,0%	5,7%	5,7%	5,3%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
<b>Contenedores - Operaciones de Almacenaje</b>	<b>2.863,5</b>	<b>2.892,1</b>	<b>2.921,0</b>	<b>2.950,2</b>	<b>2.979,7</b>	<b>3.009,5</b>	<b>3.039,6</b>	<b>3.070,0</b>	<b>3.100,7</b>	<b>3.131,7</b>	<b>3.163,0</b>
var.% a/a	15,8%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
<b>Contenedores - Logística</b>	<b>5.772,0</b>	<b>6.101,0</b>	<b>6.448,8</b>	<b>6.790,6</b>	<b>7.130,1</b>	<b>7.486,6</b>	<b>7.861,0</b>	<b>8.254,0</b>	<b>8.666,7</b>	<b>9.100,0</b>	<b>9.555,0</b>
var.% a/a	11,7%	5,7%	5,7%	5,3%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
<b>Vehículos</b>	<b>326,2</b>	<b>362,0</b>	<b>382,7</b>	<b>402,9</b>	<b>423,1</b>	<b>444,2</b>	<b>466,5</b>	<b>489,8</b>	<b>514,3</b>	<b>540,0</b>	<b>567,0</b>
var.% a/a	-10,5%	11,0%	5,7%	5,3%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%

### 8.4.3 Descuento de Flujos de Fondos

	REAL 2020	ESTIM. 2021	ESTIM. 2022	ESTIM. 2023	ESTIM. 2024	ESTIM. 2025	ESTIM. 2026	ESTIM. 2027	ESTIM. 2028	ESTIM. 2029	ESTIM. 2030
<b>Ingresos</b>	<b>1.087,1</b>	<b>1.466,9</b>	<b>1.621,6</b>	<b>1.749,8</b>	<b>1.877,6</b>	<b>1.996,3</b>	<b>2.120,4</b>	<b>2.233,8</b>	<b>2.352,5</b>	<b>2.476,9</b>	<b>2.614,4</b>
var.% a/a	-4,2%	34,9%	10,5%	7,9%	7,3%	6,3%	6,2%	5,3%	5,3%	5,3%	5,6%
Terminales Portuarias	768,6	1.113,3	1.238,5	1.337,1	1.435,1	1.521,6	1.611,9	1.687,0	1.765,3	1.846,7	1.934,8
Operaciones de Muelle	379,2	702,4	811,8	895,0	978,0	1.048,3	1.122,9	1.179,8	1.239,5	1.302,2	1.368,1
Operaciones de Almacenaje	365,4	384,6	398,1	411,3	424,2	437,8	451,1	466,5	482,0	497,5	516,1
Carga General	24,0	26,4	28,6	30,8	33,0	35,4	37,9	40,8	43,8	47,0	50,7
Logística	268,5	295,7	320,4	345,1	370,0	397,0	425,2	457,2	491,1	527,0	568,3
Terminal de Vehículos	50,1	57,9	62,7	67,6	72,5	77,8	83,3	89,5	96,2	103,2	111,3
<b>Costo de los Ingresos Netos</b>	<b>(157,6)</b>	<b>(205,9)</b>	<b>(227,1)</b>	<b>(245,0)</b>	<b>(262,9)</b>	<b>(279,8)</b>	<b>(297,4)</b>	<b>(314,0)</b>	<b>(331,3)</b>	<b>(349,6)</b>	<b>(369,8)</b>
% de Ventas	-14,5%	-14,0%	-14,0%	-14,0%	-14,0%	-14,0%	-14,0%	-14,1%	-14,1%	-14,1%	-14,1%
<b>Beneficio Bruto</b>	<b>929,5</b>	<b>1.261,1</b>	<b>1.394,5</b>	<b>1.504,8</b>	<b>1.614,7</b>	<b>1.716,6</b>	<b>1.823,0</b>	<b>1.919,8</b>	<b>2.021,2</b>	<b>2.127,3</b>	<b>2.244,6</b>
% de Ventas	85,5%	86,0%	86,0%	86,0%	86,0%	86,0%	86,0%	85,9%	85,9%	85,9%	85,9%
<b>Gastos Operativos</b>	<b>(870,0)</b>	<b>(1.036,4)</b>	<b>(1.230,6)</b>	<b>(1.328,0)</b>	<b>(1.424,9)</b>	<b>(1.514,8)</b>	<b>(1.608,8)</b>	<b>(1.694,3)</b>	<b>(1.783,8)</b>	<b>(1.877,5)</b>	<b>(1.981,0)</b>
% de Ventas Netas	-93,6%	-82,2%	-88,2%	-88,2%	-88,2%	-88,2%	-88,2%	-88,3%	-88,3%	-88,3%	-88,3%
Costo de los Servicios Prestados	(708,6)	(854,4)	(1.030,3)	(1.111,9)	(1.193,1)	(1.267,9)	(1.345,9)	(1.416,0)	(1.489,3)	(1.566,0)	(1.650,4)
Gastos de Ventas	(104,1)	(107,9)	(118,3)	(127,6)	(136,9)	(146,1)	(155,7)	(165,4)	(175,6)	(186,3)	(198,5)
Gastos Administrativos	(84,3)	(98,3)	(108,7)	(117,3)	(125,8)	(133,8)	(142,1)	(149,7)	(157,6)	(165,9)	(175,1)
Otros	27,0	24,1	26,7	28,8	30,9	32,8	34,9	36,7	38,7	40,7	43,0
<b>EBITDA</b>	<b>211,7</b>	<b>414,9</b>	<b>374,6</b>	<b>404,3</b>	<b>433,9</b>	<b>461,0</b>	<b>489,4</b>	<b>514,9</b>	<b>541,6</b>	<b>569,6</b>	<b>600,3</b>
% de Ventas Netas	22,8%	32,9%	26,9%	26,9%	26,9%	26,9%	26,8%	26,8%	26,8%	26,8%	26,7%
var.% a/a	-4,5%	96,0%	-9,7%	7,9%	7,3%	6,3%	6,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,4%
<b>EBIT</b>	<b>59,5</b>	<b>224,6</b>	<b>163,9</b>	<b>176,8</b>	<b>189,8</b>	<b>201,7</b>	<b>214,2</b>	<b>225,6</b>	<b>237,4</b>	<b>249,9</b>	<b>263,6</b>
% de Ventas Netas	6,4%	17,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%
Impuestos Pagados	(10,1)	(34,8)	(38,4)	(41,5)	(44,5)	(47,3)	(50,3)	(53,0)	(55,8)	(58,7)	(62,0)
A&D	152,2	190,3	210,8	227,5	244,1	259,3	275,2	289,4	304,2	319,7	336,7
Capital de Trabajo	(101,2)	(149,6)	(137,8)	(138,8)	(138,3)	(135,7)	(132,1)	(126,5)	(119,9)	(112,3)	(103,7)
CAPEX	(223,9)	(275,0)	(102,4)	(110,5)	(118,6)	(126,1)	(133,9)	(141,1)	(148,6)	(156,4)	(165,1)
<b>FFL</b>	<b>(123,5)</b>	<b>(41,5)</b>	<b>95,8</b>	<b>113,7</b>	<b>132,7</b>	<b>152,1</b>	<b>173,3</b>	<b>194,5</b>	<b>217,5</b>	<b>242,3</b>	<b>269,7</b>
Factor de Descuento		64,80%	74,64%	64,49%	55,72%	48,14%	41,59%	35,93%	31,04%	26,82%	23,17%
<b>FFLD</b>	<b>(26,9)</b>	<b>71,5</b>	<b>73,3</b>	<b>73,9</b>	<b>73,2</b>	<b>72,1</b>	<b>69,9</b>	<b>67,5</b>	<b>65,0</b>	<b>62,5</b>	<b>62,5</b>

En la ilustración anterior podemos ver la valuación de Santos Brasil mediante el método de flujos de fondos descontados. Partiendo de las ganancias antes de impuestos e intereses (EBIT), para obtener el valor de la firma, adicionamos las amortizaciones y depreciaciones de bienes de capital (dado que no son una erogación de fondos), descontamos los gastos de capital, y por último adicionamos (sustraemos) la variación del capital de trabajo. De esta manera obtenemos los flujos de fondos libres que obtendrá la Compañía, los cuales son descontados con un factor de descuento en base a la tasa WACC elaborada previamente. Por último, sumamos el valor presente del Valor Terminal. Se destaca que para el período 2021 se aplica un factor de descuento proporcional a 9 meses (dado que la valuación es al cierre de marzo 2021).

Una vez llevado adelante el modelo de flujos de fondos descontados, arribamos a un valor de la firma de R\$ 3.686,4 millones, incluyendo el valor presente del flujo de fondos proyectado y el valor terminal. Al restarle las deudas financieras y sumarle la caja excedente del estado de situación patrimonial, llegamos a un valor del patrimonio de R\$ 4.339,5 millones. Dado que la cantidad de acciones circulantes son 862,5 millones, el valor por acción es de R\$ 5,0.

Resumen FFD		Valor Terminal	
Valor Presente del FFD <sup>(1)</sup>	602,1	FFD	269,7
Valor de Empresa <sup>(1) + (2)</sup>	3.686,4	r - WACC	15,75%
(+) Caja	1.085,2	g - Crecimiento nominal	7,00%
(-) Deuda	(432,1)	Valor Presente del Valor Terminal <sup>(2)</sup>	3.084,3
Valor Patrimonial	4.339,5		
Acciones en Tesorería y Administradores	4,8		
Acciones en Circulación	857,6		
Total Acciones (en millones)	862,5		
Valor por Acción (en R\$)	5,0		

A continuación, se presenta una matriz de sensibilidad en el precio de la acción ante cambios en la tasa WACC y en la tasa de crecimiento en perpetuidad:

g - Crecimiento	WACC					
	10,00%	12,00%	14,00%	16,00%	18,00%	20,00%
3,00%	6,2	5,2	4,6	4,1	3,8	3,6
4,00%	6,8	5,5	4,7	4,2	3,8	3,6
5,00%	7,8	6,0	5,0	4,4	3,9	3,6
6,00%	9,3	6,7	5,4	4,6	4,1	3,7
7,00%	11,8	7,6	5,8	4,9	4,2	3,8
8,00%	17,0	9,1	6,5	5,2	4,4	3,9

## 8.5 Escenario Optimista

Para el escenario optimista, se estima la materialización de nuevos proyectos de expansión, principalmente en la diversificación de carga operada por la adquisición de nuevas terminales portuarias vía licitación. En ese sentido, se estima la concreción de los proyectos STS08 y STS08A (combustible a granel líquido), lo que implica un desembolso total de R\$ 1.002 millones (de acuerdo con los datos del Programa de Parcerias de Inversiones - PPI).

Se estima un aporte adicional de valor empresa por R\$ 793,1 millones a valor presente, en base a una estimación de flujos de caja libre y valor terminal de ambos proyectos de inversión en conjunto. El margen EBITDA sobre ventas proyectado se encuentra en el orden del 34% (con ambas terminales operativas). Las proyecciones se detallan en el Anexo.

Respecto al escenario base, se estima un mayor volumen de Contenedores en Terminales Portuarias a partir de 2022 (2021 en línea al escenario base): 7% para el período 2022-2023; 5% período 2024-2026 y 2,2% a partir de 2027 (10% por encima del crecimiento real de la economía), con mayor proporción de contenedores full de importación, generando mayores servicios y rentabilidad, lo que resulta en un mayor aporte de EBITDA en Terminales Portuarias (con un margen promedio en torno al 41,4% sobre ventas). En los demás negocios, se estima un crecimiento de volúmenes 10% por encima del crecimiento real de la economía, mejorando levemente los márgenes EBITDA históricos (46,1% para Terminal de Vehículos y 17% para Logística). De forma consolidada, se estima un margen EBITDA para la Compañía en torno al 40,4%. Respecto a los ingresos unitarios, se estiman con las mismas pautas que en el escenario base (en línea a la inflación, con excepción de Vehículos, que se incrementa un 11% en 2021, y luego por IPC estimado). Por último, se estima un menor decrecimiento del consumo de capital de trabajo hasta 2025 debido al aumento de las operaciones.

A continuación, se presentan los cuadros resumen de volúmenes e ingresos unitarios estimados y el modelo de flujo de fondos para el escenario optimista.

### 8.5.1 Volúmenes estimados y variables macroeconómicas

	REAL 2020	ESTIM. 2021	ESTIM. 2022	ESTIM. 2023	ESTIM. 2024	ESTIM. 2025	ESTIM. 2026	ESTIM. 2027	ESTIM. 2028	ESTIM. 2029	ESTIM. 2030
<b>PBI Brasil - Crecimiento real</b>		<b>4,2</b>	<b>2,5</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>	<b>2,7</b>
<b>IPC Brasil - Tasa nominal anual</b>	<b>4,52</b>	<b>5,7</b>	<b>5,7</b>	<b>5,3</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>
<b>Volúmenes (en miles)</b>											
<b>Contenedores - Terminales Portuarias</b>	<b>1.079,0</b>	<b>1.273,2</b>	<b>1.362,3</b>	<b>1.457,7</b>	<b>1.530,5</b>	<b>1.607,1</b>	<b>1.687,4</b>	<b>1.729,6</b>	<b>1.772,8</b>	<b>1.817,2</b>	<b>1.862,6</b>
var.% a/a	-7,7%	18,0%	7,0%	7,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
<b>Tecon Santos</b>	<b>937,4</b>	<b>1.115,5</b>	<b>1.193,6</b>	<b>1.277,2</b>	<b>1.341,0</b>	<b>1.408,1</b>	<b>1.478,5</b>	<b>1.515,5</b>	<b>1.553,3</b>	<b>1.592,2</b>	<b>1.632,0</b>
var.% a/a	-7,8%	19,0%	7,0%	7,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
<b>Tecon Imbituba</b>	<b>41,7</b>	<b>43,8</b>	<b>46,8</b>	<b>50,1</b>	<b>52,6</b>	<b>55,2</b>	<b>58,0</b>	<b>59,5</b>	<b>60,9</b>	<b>62,5</b>	<b>64,0</b>
var.% a/a	-13,1%	5,0%	7,0%	7,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
<b>Tecon Vila do Conde</b>	<b>99,9</b>	<b>113,9</b>	<b>121,8</b>	<b>130,4</b>	<b>136,9</b>	<b>143,7</b>	<b>150,9</b>	<b>154,7</b>	<b>158,6</b>	<b>162,5</b>	<b>166,6</b>
var.% a/a	-4,2%	14,0%	7,0%	7,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
<b>Toneladas - Carga General</b>	<b>281,4</b>	<b>294,4</b>	<b>302,5</b>	<b>310,2</b>	<b>317,3</b>	<b>325,0</b>	<b>332,2</b>	<b>340,9</b>	<b>349,6</b>	<b>358,0</b>	<b>368,7</b>
var.% a/a	46,8%	4,6%	2,8%	2,5%	2,3%	2,4%	2,2%	2,6%	2,5%	2,4%	3,0%
<b>Contenedores - Operaciones de Almacenaje</b>	<b>127,6</b>	<b>133,5</b>	<b>137,2</b>	<b>140,6</b>	<b>143,9</b>	<b>147,4</b>	<b>150,6</b>	<b>154,6</b>	<b>158,5</b>	<b>162,3</b>	<b>167,2</b>
var.% a/a	-9,5%	4,6%	2,8%	2,5%	2,3%	2,4%	2,2%	2,6%	2,5%	2,4%	3,0%
<b>Contenedores - Logística</b>	<b>46,5</b>	<b>48,7</b>	<b>50,0</b>	<b>51,3</b>	<b>52,4</b>	<b>53,7</b>	<b>54,9</b>	<b>56,3</b>	<b>57,8</b>	<b>59,2</b>	<b>60,9</b>
var.% a/a	-15,6%	4,6%	2,8%	2,5%	2,3%	2,4%	2,2%	2,6%	2,5%	2,4%	3,0%
<b>Vehiculos</b>	<b>153,5</b>	<b>160,6</b>	<b>165,0</b>	<b>169,2</b>	<b>173,1</b>	<b>177,3</b>	<b>181,2</b>	<b>186,0</b>	<b>190,7</b>	<b>195,3</b>	<b>201,1</b>
var.% a/a	-13,6%	4,6%	2,8%	2,5%	2,3%	2,4%	2,2%	2,6%	2,5%	2,4%	3,0%

### 8.5.2 Ingresos Unitarios por líneas de Negocios

	REAL 2020	ESTIM. 2021	ESTIM. 2022	ESTIM. 2023	ESTIM. 2024	ESTIM. 2025	ESTIM. 2026	ESTIM. 2027	ESTIM. 2028	ESTIM. 2029	ESTIM. 2030
<b>Ingreso unitario por unidades (en R\$)</b>											
<b>Contenedores - Terminales Portuarias</b>	<b>351,5</b>	<b>551,7</b>	<b>607,1</b>	<b>637,4</b>	<b>669,3</b>	<b>702,8</b>	<b>723,9</b>	<b>745,6</b>	<b>768,0</b>	<b>791,0</b>	<b>814,7</b>
var.% a/a	-2,6%	57,0%	10,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
<b>Tecon Santos</b>	<b>335,0</b>	<b>529,3</b>	<b>587,5</b>	<b>616,9</b>	<b>647,7</b>	<b>680,1</b>	<b>700,5</b>	<b>721,6</b>	<b>743,2</b>	<b>765,5</b>	<b>788,5</b>
var.% a/a	-3,5%	58,0%	11,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
<b>Tecon Imituba</b>	<b>634,0</b>	<b>710,1</b>	<b>745,6</b>	<b>782,9</b>	<b>822,0</b>	<b>863,1</b>	<b>889,0</b>	<b>915,7</b>	<b>943,1</b>	<b>971,4</b>	<b>1.000,6</b>
var.% a/a	12,2%	12,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
<b>Tecon Vila do Conde</b>	<b>634,0</b>	<b>710,1</b>	<b>745,6</b>	<b>782,9</b>	<b>822,0</b>	<b>863,1</b>	<b>889,0</b>	<b>915,7</b>	<b>943,1</b>	<b>971,4</b>	<b>1.000,6</b>
var.% a/a	12,2%	12,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
<b>Toneladas - Carga General</b>	<b>85,1</b>	<b>90,0</b>	<b>95,1</b>	<b>100,1</b>	<b>105,1</b>	<b>110,4</b>	<b>115,9</b>	<b>121,7</b>	<b>127,8</b>	<b>134,2</b>	<b>140,9</b>
var.% a/a	4,0%	5,7%	5,7%	5,3%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
<b>Contenedores - Operaciones de Almacenaje</b>	<b>2.863,5</b>	<b>2.892,1</b>	<b>2.921,0</b>	<b>2.950,2</b>	<b>2.979,7</b>	<b>3.009,5</b>	<b>3.039,6</b>	<b>3.070,0</b>	<b>3.100,7</b>	<b>3.131,7</b>	<b>3.163,0</b>
var.% a/a	15,8%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
<b>Contenedores - Logística</b>	<b>5.772,0</b>	<b>6.101,0</b>	<b>6.448,8</b>	<b>6.790,6</b>	<b>7.130,1</b>	<b>7.486,6</b>	<b>7.861,0</b>	<b>8.254,0</b>	<b>8.666,7</b>	<b>9.100,0</b>	<b>9.555,0</b>
var.% a/a	11,7%	5,7%	5,7%	5,3%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
<b>Vehículos</b>	<b>326,2</b>	<b>362,0</b>	<b>382,7</b>	<b>402,9</b>	<b>423,1</b>	<b>444,2</b>	<b>466,5</b>	<b>489,8</b>	<b>514,3</b>	<b>540,0</b>	<b>567,0</b>
var.% a/a	-10,5%	11,0%	5,7%	5,3%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%

### 8.5.3 Descuento de Flujos de Fondos

	REAL 2020	ESTIM. 2021	ESTIM. 2022	ESTIM. 2023	ESTIM. 2024	ESTIM. 2025	ESTIM. 2026	ESTIM. 2027	ESTIM. 2028	ESTIM. 2029	ESTIM. 2030
<b>Ingresos</b>	<b>1.087,1</b>	<b>1.470,0</b>	<b>1.642,1</b>	<b>1.791,5</b>	<b>1.933,8</b>	<b>2.089,8</b>	<b>2.233,9</b>	<b>2.361,9</b>	<b>2.496,4</b>	<b>2.637,7</b>	<b>2.794,4</b>
var.% a/a	-4,2%	35,2%	11,7%	9,1%	7,9%	8,1%	6,9%	5,7%	5,7%	5,7%	5,9%
Terminales Portuarias	768,6	1.115,0	1.256,5	1.375,2	1.486,5	1.608,8	1.717,8	1.805,7	1.897,6	1.993,8	2.098,2
Operaciones de Muelle	379,2	702,4	827,0	929,2	1.024,4	1.129,4	1.221,5	1.289,6	1.361,5	1.437,4	1.517,5
Operaciones de Almacenaje	365,4	386,1	400,7	414,9	428,8	443,5	457,8	474,6	491,5	508,4	528,7
Carga General	24,0	26,5	28,8	31,1	33,4	35,9	38,5	41,5	44,7	48,0	51,9
Logística	268,5	296,9	322,4	348,1	374,0	402,2	431,6	465,1	500,7	538,5	582,2
Terminal de Vehículos	50,1	58,1	63,1	68,2	73,2	78,8	84,5	91,1	98,1	105,5	114,0
<b>Costo de los Ingresos</b>	<b>(157,6)</b>	<b>(206,3)</b>	<b>(229,8)</b>	<b>(250,5)</b>	<b>(270,2)</b>	<b>(291,9)</b>	<b>(312,1)</b>	<b>(330,7)</b>	<b>(350,1)</b>	<b>(370,6)</b>	<b>(393,5)</b>
% de Ventas	-14,5%	-14,0%	-14,0%	-14,0%	-14,0%	-14,0%	-14,0%	-14,0%	-14,0%	-14,1%	-14,1%
<b>Beneficio Bruto</b>	<b>929,5</b>	<b>1.263,7</b>	<b>1.412,3</b>	<b>1.541,0</b>	<b>1.663,5</b>	<b>1.797,9</b>	<b>1.921,7</b>	<b>2.031,2</b>	<b>2.146,3</b>	<b>2.267,1</b>	<b>2.400,9</b>
% de Ventas	85,5%	86,0%	86,0%	86,0%	86,0%	86,0%	86,0%	86,0%	86,0%	85,9%	85,9%
<b>Gastos Operativos</b>	<b>(870,0)</b>	<b>(961,1)</b>	<b>(1.029,5)</b>	<b>(1.122,6)</b>	<b>(1.211,5)</b>	<b>(1.308,9)</b>	<b>(1.458,4)</b>	<b>(1.542,9)</b>	<b>(1.631,8)</b>	<b>(1.725,2)</b>	<b>(1.828,8)</b>
% de Ventas Netas	-93,6%	-76,1%	-72,9%	-72,8%	-72,8%	-72,8%	-75,9%	-76,0%	-76,0%	-76,1%	-76,2%
Costo de los Servicios Prestados	(708,6)	(779,5)	(828,0)	(903,4)	(975,1)	(1.053,8)	(1.185,4)	(1.253,0)	(1.324,0)	(1.398,5)	(1.481,1)
Gastos de Ventas	(104,1)	(108,2)	(119,5)	(129,9)	(139,9)	(150,9)	(161,6)	(172,1)	(183,3)	(195,1)	(208,4)
Gastos Administrativos	(84,3)	(97,5)	(108,9)	(118,8)	(128,3)	(138,6)	(148,2)	(156,7)	(165,6)	(175,0)	(185,3)
Otros	27,0	24,2	27,0	29,5	31,8	34,4	36,8	38,9	41,1	43,4	46,0
<b>EBITDA</b>	<b>211,7</b>	<b>493,3</b>	<b>596,3</b>	<b>651,6</b>	<b>703,9</b>	<b>761,2</b>	<b>754,2</b>	<b>795,4</b>	<b>838,5</b>	<b>883,8</b>	<b>933,5</b>
% de Ventas Netas	22,8%	39,0%	42,2%	42,3%	42,3%	42,3%	39,2%	39,2%	39,1%	39,0%	38,9%
var.% a/a	-4,5%	133,0%	20,9%	9,3%	8,0%	8,1%	-0,9%	5,5%	5,4%	5,4%	5,6%
<b>EBIT</b>	<b>59,5</b>	<b>302,6</b>	<b>382,8</b>	<b>418,4</b>	<b>452,0</b>	<b>488,9</b>	<b>463,3</b>	<b>488,3</b>	<b>514,5</b>	<b>542,0</b>	<b>572,1</b>
% de Ventas Netas	6,4%	23,9%	27,1%	27,2%	27,2%	27,2%	24,1%	24,0%	24,0%	23,9%	23,8%
Impuestos Pagados	(10,1)	(34,9)	(38,9)	(42,5)	(45,9)	(49,5)	(53,0)	(56,0)	(59,2)	(62,5)	(66,3)
A&D	152,2	190,7	213,5	233,2	251,8	272,2	290,9	307,1	324,0	341,8	361,4
Capital de Trabajo	(101,2)	(149,9)	(167,4)	(182,7)	(197,2)	(213,1)	(215,1)	(214,1)	(212,1)	(209,2)	(205,8)
CAPEX	(223,9)	(275,0)	(303,7)	(313,1)	(322,1)	(332,0)	(341,1)	(349,2)	(357,7)	(366,6)	(376,5)
<b>FFL</b>	<b>(123,5)</b>	<b>37,8</b>	<b>286,8</b>	<b>313,7</b>	<b>339,0</b>	<b>366,9</b>	<b>345,2</b>	<b>376,4</b>	<b>409,8</b>	<b>445,7</b>	<b>485,2</b>
Factor de Descuento		64,80%	74,64%	64,49%	55,72%	48,14%	41,59%	35,93%	31,04%	26,82%	23,17%
<b>FFLD</b>		<b>24,5</b>	<b>214,1</b>	<b>202,3</b>	<b>188,9</b>	<b>176,6</b>	<b>143,6</b>	<b>135,2</b>	<b>127,2</b>	<b>119,5</b>	<b>112,4</b>



En el siguiente cuadro se expone el resumen de la valuación:

Resumen FFD		Valor Terminal	
<b>Valor Presente del FFD <sup>(1)</sup></b>	<b>1.444,4</b>	FFD	<b>485,2</b>
<b>Valor Presente Nuevos Proyectos <sup>(3)</sup></b>	<b>793,1</b>	r - WACC	15,75%
<b>Valor de Empresa <sup>(1) + (2) + (3)</sup></b>	<b>7.786,0</b>	g - Crecimiento nominal	7,00%
(+) Caja	1.085,2	<b>Valor Presente del Valor Terminal <sup>(2)</sup></b>	<b>5.548,5</b>
(-) Deuda	(432,1)		
<b>Valor Patrimonial</b>	<b>8.439,1</b>		
Acciones en Tesorería y Administradores	4,8		
Acciones en Circulación	857,6		
<b>Total Acciones (en millones)</b>	<b>862,5</b>		
<b>Valor por Acción (en R\$)</b>	<b>9,8</b>		

El valor presente del flujo de fondos del escenario optimista, incorporando el valor de los nuevos proyectos, resulta en un valor de la acción de R\$ 9,8.

## 8.6 Escenario Pesimista

Para el escenario pesimista, se estima un menor recupero del volumen de contenedores en el corto plazo y un bajo crecimiento, levemente por encima del crecimiento real de la economía hasta el año 2026, y luego en línea al crecimiento estimado.

Respecto al escenario base, el volumen de Contenedores en Terminales Portuarias se estima tenga un crecimiento del 14,1% en 2021; 2,5% para el período 2022-2026; y 2% a partir de 2027. Los demás volúmenes, se estiman en línea al escenario base. Se estima un EBITDA consolidado del 19,6% estable, sosteniendo el margen EBITDA para el negocio Terminal de Vehículos en 46% y Logística en 15,3%, con una baja del margen EBITDA para Terminales Portuarias respecto al promedio de los últimos 4 años. No se incorpora la materialización de nuevos proyectos.

Respecto a los ingresos unitarios, se estiman en línea al escenario base (sin modificaciones).

Respecto al capital de trabajo, se estima un menor consumo de fondos producto de las operaciones, con una mayor tasa de decrecimiento hasta 2030 respecto al escenario base.

A continuación, se presentan los cuadros resumen de volúmenes e ingresos unitarios estimados y el modelo de flujo de fondos para el escenario pesimista.



### 8.6.1 Volúmenes estimados y variables macroeconómicas

		REAL	ESTIM.	ESTIM.	ESTIM.	ESTIM.	ESTIM.	ESTIM.	ESTIM.	ESTIM.	ESTIM.	ESTIM.	ESTIM.
		2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2030
<b>PBI Brasil - Crecimiento real</b>			4,2	2,5	2,3	2,1	2,2	2,0	2,4	2,3	2,2	2,2	2,7
<b>IPC Brasil - Tasa nominal anual</b>		4,52	5,7	5,7	5,3	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
<b>Volúmenes (en miles)</b>													
<b>Contenedores - Terminales Portuarias</b>		1.079,0	1.230,8	1.261,6	1.293,2	1.325,5	1.358,6	1.392,6	1.420,4	1.448,8	1.477,8	1.507,4	1.507,4
var.% a/a		-7,7%	14,1%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
<b>Tecon Santos</b>		937,4	1.078,0	1.105,0	1.132,6	1.160,9	1.190,0	1.219,7	1.244,1	1.269,0	1.294,4	1.320,2	1.320,2
var.% a/a		-7,8%	15,0%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
<b>Tecon Imituba</b>		41,7	42,9	44,0	45,1	46,2	47,4	48,6	49,5	50,5	51,5	52,6	52,6
var.% a/a		-13,1%	3,0%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
<b>Tecon Vila do Conde</b>		99,9	109,9	112,6	115,4	118,3	121,3	124,3	126,8	129,3	131,9	134,6	134,6
var.% a/a		-4,2%	10,0%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
<b>Toneladas - Carga General</b>		281,4	293,2	300,6	307,5	313,9	320,9	327,3	335,1	342,8	350,4	359,8	359,8
var.% a/a		46,8%	4,2%	2,5%	2,3%	2,1%	2,2%	2,0%	2,4%	2,3%	2,2%	2,7%	2,7%
<b>Contenedores - Operaciones de Almacenaje</b>		127,6	133,0	136,3	139,4	142,4	145,5	148,4	152,0	155,5	158,9	163,2	163,2
var.% a/a		-9,5%	4,2%	2,5%	2,3%	2,1%	2,2%	2,0%	2,4%	2,3%	2,2%	2,7%	2,7%
<b>Contenedores - Logística</b>		46,5	48,5	49,7	50,8	51,9	53,0	54,1	55,4	56,7	57,9	59,5	59,5
var.% a/a		-15,6%	4,2%	2,5%	2,3%	2,1%	2,2%	2,0%	2,4%	2,3%	2,2%	2,7%	2,7%
<b>Vehiculos</b>		153,5	160,0	164,0	167,7	171,3	175,0	178,5	182,8	187,0	191,1	196,3	196,3
var.% a/a		-13,6%	4,2%	2,5%	2,3%	2,1%	2,2%	2,0%	2,4%	2,3%	2,2%	2,7%	2,7%

## 8.6.2 Ingresos Unitarios por líneas de Negocios

	REAL 2020	ESTIM. 2021	ESTIM. 2022	ESTIM. 2023	ESTIM. 2024	ESTIM. 2025	ESTIM. 2026	ESTIM. 2027	ESTIM. 2028	ESTIM. 2029	ESTIM. 2030
<b>Ingreso unitario por unidades (en R\$)</b>											
<b>Contenedores - Terminales Portuarias</b>	<b>351,5</b>	<b>551,7</b>	<b>607,1</b>	<b>637,5</b>	<b>669,4</b>	<b>702,8</b>	<b>723,9</b>	<b>745,7</b>	<b>768,0</b>	<b>791,1</b>	<b>814,8</b>
var.% a/a	-2,6%	57,0%	10,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
<b>Tecon Santos</b>	<b>335,0</b>	<b>529,3</b>	<b>587,5</b>	<b>616,9</b>	<b>647,7</b>	<b>680,1</b>	<b>700,5</b>	<b>721,6</b>	<b>743,2</b>	<b>765,5</b>	<b>788,5</b>
var.% a/a	-3,5%	58,0%	11,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
<b>Tecon Imituba</b>	<b>634,0</b>	<b>710,1</b>	<b>745,6</b>	<b>782,9</b>	<b>822,0</b>	<b>863,1</b>	<b>889,0</b>	<b>915,7</b>	<b>943,1</b>	<b>971,4</b>	<b>1.000,6</b>
var.% a/a	12,2%	12,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
<b>Tecon Vila do Conde</b>	<b>634,0</b>	<b>710,1</b>	<b>745,6</b>	<b>782,9</b>	<b>822,0</b>	<b>863,1</b>	<b>889,0</b>	<b>915,7</b>	<b>943,1</b>	<b>971,4</b>	<b>1.000,6</b>
var.% a/a	12,2%	12,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
<b>Toneladas - Carga General</b>	<b>85,1</b>	<b>90,0</b>	<b>95,1</b>	<b>100,1</b>	<b>105,1</b>	<b>110,4</b>	<b>115,9</b>	<b>121,7</b>	<b>127,8</b>	<b>134,2</b>	<b>140,9</b>
var.% a/a	4,0%	5,7%	5,7%	5,3%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
<b>Contenedores - Operaciones de Almacenaje</b>	<b>2.863,5</b>	<b>2.892,1</b>	<b>2.921,0</b>	<b>2.950,2</b>	<b>2.979,7</b>	<b>3.009,5</b>	<b>3.039,6</b>	<b>3.070,0</b>	<b>3.100,7</b>	<b>3.131,7</b>	<b>3.163,0</b>
var.% a/a	15,8%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
<b>Contenedores - Logística</b>	<b>5.772,0</b>	<b>6.101,0</b>	<b>6.448,8</b>	<b>6.790,6</b>	<b>7.130,1</b>	<b>7.486,6</b>	<b>7.861,0</b>	<b>8.254,0</b>	<b>8.666,7</b>	<b>9.100,0</b>	<b>9.555,0</b>
var.% a/a	11,7%	5,7%	5,7%	5,3%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
<b>Vehículos</b>	<b>326,2</b>	<b>362,0</b>	<b>382,7</b>	<b>402,9</b>	<b>423,1</b>	<b>444,2</b>	<b>466,5</b>	<b>489,8</b>	<b>514,3</b>	<b>540,0</b>	<b>567,0</b>
var.% a/a	-10,5%	11,0%	5,7%	5,3%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%

### 8.6.3 Descuento de Flujos de Fondo

	REAL 2020	ESTIM. 2021	ESTIM. 2022	ESTIM. 2023	ESTIM. 2024	ESTIM. 2025	ESTIM. 2026	ESTIM. 2027	ESTIM. 2028	ESTIM. 2029	ESTIM. 2030
<b>Ingresos</b>	<b>1.087,1</b>	<b>1.443,6</b>	<b>1.575,8</b>	<b>1.679,2</b>	<b>1.786,9</b>	<b>1.902,9</b>	<b>2.005,6</b>	<b>2.113,2</b>	<b>2.225,8</b>	<b>2.343,8</b>	<b>2.474,5</b>
var.% a/a	-4,2%	32,8%	9,2%	6,6%	6,4%	6,5%	5,4%	5,4%	5,3%	5,3%	5,6%
Terminales Portuarias	768,6	1.090,0	1.192,7	1.266,5	1.344,4	1.428,2	1.497,1	1.566,4	1.638,6	1.713,6	1.795,0
Operaciones de Muelle	379,2	679,1	766,0	824,4	887,3	954,9	1.008,1	1.059,2	1.112,7	1.169,1	1.228,2
Operaciones de Almacenaje	365,4	384,6	398,1	411,3	424,2	437,8	451,1	466,5	482,0	497,5	516,1
Carga General	24,0	26,4	28,6	30,8	33,0	35,4	37,9	40,8	43,8	47,0	50,7
Logística	268,5	295,7	320,4	345,1	370,0	397,0	425,2	457,2	491,1	527,0	568,3
Terminal de Vehículos	50,1	57,9	62,7	67,6	72,5	77,8	83,3	89,5	96,2	103,2	111,3
<b>Costo de los Ingresos</b>	<b>(157,6)</b>	<b>(202,9)</b>	<b>(221,3)</b>	<b>(236,1)</b>	<b>(251,4)</b>	<b>(268,0)</b>	<b>(282,9)</b>	<b>(298,8)</b>	<b>(315,4)</b>	<b>(332,8)</b>	<b>(352,2)</b>
% de Ventas	-14,5%	-14,1%	-14,0%	-14,1%	-14,1%	-14,1%	-14,1%	-14,1%	-14,2%	-14,2%	-14,2%
<b>Beneficio Bruto</b>	<b>929,5</b>	<b>1.240,7</b>	<b>1.354,5</b>	<b>1.443,1</b>	<b>1.535,4</b>	<b>1.634,9</b>	<b>1.722,7</b>	<b>1.814,4</b>	<b>1.910,4</b>	<b>2.011,0</b>	<b>2.122,3</b>
% de Ventas	85,5%	85,9%	86,0%	85,9%	85,9%	85,9%	85,9%	85,9%	85,8%	85,8%	85,8%
<b>Gastos Operativos</b>	<b>(870,0)</b>	<b>(1.144,3)</b>	<b>(1.249,3)</b>	<b>(1.330,8)</b>	<b>(1.415,9)</b>	<b>(1.507,5)</b>	<b>(1.588,1)</b>	<b>(1.672,2)</b>	<b>(1.760,2)</b>	<b>(1.852,4)</b>	<b>(1.954,4)</b>
% de Ventas Netas	-93,6%	-92,2%	-92,2%	-92,2%	-92,2%	-92,2%	-92,2%	-92,2%	-92,1%	-92,1%	-92,1%
Costo de los Servicios Prestados	(708,6)	(952,5)	(1.040,3)	(1.107,6)	(1.178,0)	(1.253,7)	(1.319,7)	(1.388,2)	(1.459,8)	(1.534,8)	(1.617,4)
Gastos de Ventas	(104,1)	(118,8)	(129,3)	(138,3)	(147,6)	(157,6)	(167,0)	(177,2)	(187,9)	(199,2)	(211,9)
Gastos Administrativos	(84,3)	(96,7)	(105,6)	(112,5)	(119,7)	(127,5)	(134,4)	(141,6)	(149,1)	(157,0)	(165,7)
Otros	27,0	23,7	25,9	27,6	29,4	31,3	33,0	34,8	36,5	38,6	40,7
<b>EBITDA</b>	<b>211,7</b>	<b>283,5</b>	<b>309,5</b>	<b>329,7</b>	<b>350,8</b>	<b>373,5</b>	<b>393,6</b>	<b>414,5</b>	<b>436,5</b>	<b>459,4</b>	<b>484,9</b>
% de Ventas Netas	22,8%	22,8%	22,8%	22,8%	22,8%	22,8%	22,8%	22,8%	22,8%	22,8%	22,8%
var.% a/a	-4,5%	33,9%	9,2%	6,5%	6,4%	6,5%	5,4%	5,3%	5,3%	5,3%	5,5%
<b>EBIT</b>	<b>59,5</b>	<b>96,5</b>	<b>105,2</b>	<b>112,2</b>	<b>119,6</b>	<b>127,4</b>	<b>134,6</b>	<b>142,2</b>	<b>150,2</b>	<b>158,6</b>	<b>167,9</b>
% de Ventas Netas	6,4%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,9%	7,9%	7,9%
Impuestos Pagados	(10,1)	(34,2)	(37,4)	(39,8)	(42,4)	(45,1)	(47,6)	(50,1)	(52,8)	(55,6)	(58,7)
A&D	152,2	187,0	204,3	217,5	231,2	246,1	259,0	272,3	286,3	300,9	316,9
Capital de Trabajo	(101,2)	(147,2)	(133,9)	(133,2)	(131,6)	(129,4)	(125,0)	(119,7)	(113,5)	(106,2)	(98,1)
CAPEX	(223,9)	(275,0)	(99,5)	(106,0)	(112,8)	(120,2)	(126,7)	(133,5)	(140,6)	(148,0)	(156,3)
<b>FFL</b>	<b>(123,5)</b>	<b>(172,3)</b>	<b>38,8</b>	<b>50,8</b>	<b>64,1</b>	<b>79,0</b>	<b>94,5</b>	<b>111,4</b>	<b>129,8</b>	<b>149,7</b>	<b>171,9</b>
Factor de Descuento		64,80%	74,64%	64,49%	55,72%	48,14%	41,59%	35,93%	31,04%	26,82%	23,17%
<b>FFLD</b>		<b>(111,6)</b>	<b>29,0</b>	<b>32,8</b>	<b>35,7</b>	<b>38,0</b>	<b>39,3</b>	<b>40,0</b>	<b>40,3</b>	<b>40,2</b>	<b>39,8</b>

En el siguiente cuadro se expone el resumen de la valuación:

Resumen FFD		Valor Terminal	
Valor Presente del FFD <sup>(1)</sup>	223,5	FFD	171,9
Valor de Empresa <sup>(1)+(2)</sup>	2.189,2	r - WACC	15,75%
(+) Caja	1.085,2	g - Crecimiento nominal	7,00%
(-) Deuda	(432,1)	Valor Presente del Valor Terminal <sup>(2)</sup>	1.965,7
Valor Patrimonial	2.842,3		
Acciones en Tesorería y Administradores	4,8		
Acciones en Circulación	857,6		
Total Acciones (en millones)	862,5		
Valor por Acción (en R\$)	3,3		

El valor presente del flujo de fondos del escenario pesimista resulta en un valor de la acción de R\$ 3,3.

## 9 Valuación por Múltiplos Comparables

El método de valuación por múltiplos comparables es un enfoque relativo, dado que obtenemos el valor de la compañía a partir de la comparación de ciertos ratios o múltiplos de empresas similares. Se utilizan múltiplos de valor para empresas comparables con cotización en los mercados públicos, o múltiplos para transacciones comparables que se puede observar en el mercado privado (Pereiro, 2002). Si bien generalmente la mayoría de las valuaciones son realizadas con múltiplos, para hacer una valoración relativa correctamente, necesitamos comprender los fundamentos de la valoración del flujo de efectivo descontado (Damodaran, 2012), por eso ambas metodologías son complementarias. El atractivo de los múltiplos es que son simples y fáciles de relacionar, si bien tienden a ser más difíciles de utilizar para valorar empresas únicas sin comparables obvios (con poco o ningún ingreso y con ganancias negativas) y son fáciles de usar y manipular incorrectamente, especialmente cuando se utilizan empresas comparables (Damodaran, 2012). La clave de este método es llevar adelante la decisión correcta con relación a dos factores:

- 1) Empresas comparables elegidas: Dado que este es un enfoque que se basa en analizar otras compañías y luego extrapolar a la empresa que se está valuando, es importante que los comparables que se elijan efectivamente tengan similitudes no solo operativas, sino también financieras.

- 2) Múltiplos de valuación: Al momento de valuar una compañía, es importante determinar qué múltiplo utilizaremos como método de comparación y valuación. En el caso del sector de infraestructura de transporte, el múltiplo EV/EBITDA es muy utilizado, ya que es una industria de bienes de capital intensiva (con un importante peso de las amortizaciones en la estructura de costos).

Para calcular el Valor Empresa o Enterprise Value (EV), utilizamos nuevamente la ecuación 2:

*Valor de la empresa*

$$= \text{Valor de mercado del patrimonio} + \text{Deuda} - \text{Caja excedente}$$

### 9.1 Adquisiciones de referencia en el mercado local

Podemos mencionar como referencia de valuación por múltiplo EV/EBITDA, las últimas adquisiciones realizadas en el mercado local en el año 2017:

- 1) Adquisición de Portonave por parte de MSC, segundo puerto más importante de Brasil, localizado en Itajai en Santa Catarina<sup>28</sup>:

Portonave (R\$mn)	
Valor Patrimonial (100% de Portonave)	2600
Deuda Neta 1Q2017	397
EV	2997
Capacidad ('000 TEU)	1500
EV/TEU	1998
EBITDA LTM	273
<b>EV/EBITDA</b>	<b>11,0</b>

Tabla 17. Detalle de la transacción de Portonave, año 2017. Fuente: Morgan Stanley Research

<sup>28</sup> Andersen, O. (20 de Junio de 2017). MSC gains full control of vital Brazilian reefer port. Shippingwatch. Obtenido de <https://shippingwatch.com/>

- 2) Adquisición de TCP por parte de China Merchant Port Holdings, terminal de contenedores ubicada en Paranaguá<sup>29</sup>:

TCP (R\$m)	
Valor Patrimonial (100% de TCP)	3222
Deuda Neta 1Q2017	802
EV	4024
Capacidad ('000 TEU)	1500
EV/TEU	2683
EBITDA LTM	295
<b>EV/EBITDA</b>	<b>13,6</b>

Tabla 18. Detalle de la transacción de TCP, año 2017. Fuente: Morgan Stanley Research

## 9.2 EV/EBITDA en el sector de Transporte y Logística

Respecto al sector de Transporte y Logística y sus diversas regiones, se estima que STBP3 cotice con múltiplos EV/EBITDA menores a los que presentan en promedio las distintas regiones en la actualidad (y levemente por debajo del promedio mundial de 2019). A continuación, se presenta la evolución de los múltiplos EV/EBITDA del sector para regiones seleccionadas:

### EV/EBITDA en el sector de Transporte y Logística

Sector: Transporte	EV/EBITDA ene-2019	EV/EBITDA ene-2020	EV/EBITDA ene-2021
Europa Oriental	<b>7,0</b>	<b>9,1</b>	<b>12,1</b>
Estados Unidos	<b>8,3</b>	<b>12,4</b>	<b>13,0</b>
China	<b>10,1</b>	<b>10,9</b>	<b>15,1</b>
Mercados Emergentes	<b>9,6</b>	<b>10,8</b>	<b>13,7</b>
Mundial	<b>8,3</b>	<b>10,5</b>	<b>13,2</b>

Tabla 19. EV/EBITDA promedio en el sector de Transporte y Logística para regiones seleccionadas desde ene-2019 a ene-2021. Fuente: Statista

<sup>29</sup> Kwok, D., & Parra-Bernal, G. (3 de Septiembre de 2017). China Merchants buys control of Brazil's most profitable port. Reuters. Obtenido de <https://www.reuters.com/>

### 9.3 Valuación Santos Brasil vs. Comparables

Con el fin de realizar la valuación por múltiplos, se han seleccionado comparables que posean las siguientes características:

- Tengan oferta pública
- Pertenezcan al sector de infraestructura de transporte<sup>30</sup>
- Las empresas comparables seleccionadas que pertenecen a la misma actividad que la Compañía (Servicios Portuarios Marítimos), deben operar en la actualidad un volumen menor a 15 millones de TEUs anuales.

En ese sentido, a continuación, se presenta una breve descripción<sup>31</sup> de las compañías seleccionadas:

- 1) Rumo SA (RAIL): es una empresa con sede en Brasil que se dedica principalmente al sector del transporte de carga. A través de sus subsidiarias, la Compañía opera en el segmento de transporte ferroviario en las regiones Sur y Medio Oeste de Brasil, con una red ferroviaria que consta de cinco concesiones con aproximadamente 13.500 km de vías férreas. Rumo SA administra también terminales de transbordo ubicadas en los estados de Mato Grosso, Sao Paulo, Paraná y Rio Grande do Sul, así como la elevación del puerto en la terminal de Porto de Santos. Además, a través de Brado Logística e Participacoes SA, se dedica a la operación de contenedores. La Compañía ofrece transporte de insumos agrícolas, combustibles y bienes finales, transporte de carga intermodal, servicios integrados de almacenamiento, operaciones portuarias y manejo de mercancías, entre otros.
- 2) Log-in Logística Intermodal SA (LOGN3): es una empresa con sede en Brasil que planifica, administra y opera soluciones de manejo de carga a través del cabotaje, complementado con servicios viales. La Compañía opera una red interconectada, que incluye manejo portuario y transporte puerta a puerta, a través de una red intermodal que cubre Brasil y el Mercosur. Las actividades de la Compañía se dividen en tres áreas: Coastal Shipping, que ofrece transporte marítimo en los puertos de la costa brasileña y Mercosur,

---

<sup>30</sup> No se limita sólo al sector transporte marítimo portuario, dado que no hay empresas comparables en el mercado de Brasil con cotización pública.

<sup>31</sup> En base a la descripción del negocio de Eikon.

integrado a los servicios contratados para el transporte terrestre de corta distancia; Terminal Portuaria, que brinda administración y operación de una terminal portuaria de contenedores, la Terminal Vila Velha (TVV), en el estado de Espírito Santo, Brasil, y Terminales Intermodales, incluyendo terminales intermodales terrestres integradas a los servicios ofrecidos por el área de Coastal Shipping.

- 3) Asian Terminals, Inc. (ATI): brinda servicios generales con respecto a la operación y administración de terminales portuarias en Filipinas. La Compañía opera y administra el puerto de South Harbour para servicios de manipulación de carga y servicios relacionados. La División de Terminal de Contenedores se encarga de la estiba, arrastre, almacenamiento, almacenamiento, grúa, estación de carga de contenedores y otros servicios relacionados con el puerto. La Terminal de Contenedores opera una instalación con aproximadamente cuatro atracaderos de contenedores. Opera y administra la Base de Abastecimiento de Batangas dentro del Puerto de Batangas. La Base de Abastecimiento brinda apoyo logístico al Proyecto Malampaya Gas-to-Power, que incluye manejo de carga, alquiler de grúas y equipos, transporte, mano de obra, agencia de embarcaciones y manejo de desechos. La terminal de contenedores de Batangas ofrece una variedad de conexiones portuarias en toda Asia. Brinda servicios de gestión a su subsidiaria, ATI Batangas, Inc., relacionados con operaciones, marketing, capacitación y administración.
- 4) Sociedad Matriz SAAM SA (SMSAAM): empresa con sede en Chile dedicada al sector de transporte marítimo y logística. Las actividades de la Compañía se dividen en tres segmentos de negocio: Remolcadores, Puertos, así como Logística y otros. La división de Remolcadores se enfoca en el atraque, desatraque, remolcadores, así como servicios de rescate y apoyo costa afuera en puertos ubicados en Chile, Perú, México, Colombia, Brasil, Costa Rica, Canadá y Panamá, entre otros. La división de Puertos es responsable de la gestión portuaria en Chile, Estados Unidos, Ecuador y Colombia. La división de Logística y otros incluye servicios relacionados con las operaciones de carga en los puertos administrados, tales como estiba, desestiba, documentación, almacenaje, depósitos, logística y transporte.
- 5) Alexandria Container and Cargo Handling Company SAE (ALNC): es una sociedad anónima pública con sede en Egipto dedicada al sector de servicios



portuarios marítimos. La empresa se especializa en el manejo de contenedores y carga en puertos egipcios. La Compañía ofrece una gama de servicios marítimos, que incluyen estiba y almacenamiento, seguridad, tarifas de comercio nacional y exterior y manipulación de contenedores de transbordo en el Mediterráneo Oriental. La Compañía opera las siguientes terminales, a saber, la terminal de contenedores de Alejandría en el puerto de Alejandría y la terminal de ElDekheila en el puerto de Dekheila. Las terminales de la Compañía comprenden patios de importación y exportación, patios peligrosos, edificio de operaciones, edificio de seguridad, talleres, áreas de almacenamiento, áreas de aduanas y estaciones de combustible.

- 6) Kingston Wharves Limited (KW): es una terminal portuaria y un proveedor logístico con sede en Jamaica. La Compañía y sus subsidiarias se dedican a la operación de muelles públicos, servicios logísticos, servicios de seguridad y alquiler y reparación de instalaciones de almacenamiento en frío. Los segmentos de la Compañía incluyen operaciones de Terminal y Logística y Servicios Auxiliares. El segmento de operaciones de la Terminal incluye la operación de muelles públicos y estiba de embarcaciones. El segmento de Servicios de Logística y Auxiliares incluye la operación de instalaciones de almacenamiento y logística, servicios de seguridad, alquiler y reparación de instalaciones de almacenamiento en frío y alquiler de propiedades. Las operaciones de la Compañía están ubicadas en Newport West, Kingston, Jamaica. Opera tres almacenes multipropósito con aproximadamente 165,000 pies cuadrados combinados de espacio. Las subsidiarias de la Compañía incluyen Harbor Cold Stores Limited, Security Administrators Limited, Western Storage Limited y Western Terminals Limited.
- 7) Hamburger Hafen und Logistik AG (HHLA): es una empresa de logística portuaria y de transporte con sede en Alemania. La Compañía opera a través de cuatro segmentos: El segmento de Contenedores opera las terminales de contenedores Altenwerder, Burchardkai, Tollerort y Odessa, y brinda servicios de manejo y transporte de contenedores; el segmento Intermodal ofrece una red de transporte y terminales para el transporte de contenedores y conecta puertos en los mares Norte y Báltico, así como el norte del Adriático, con su interior, y también proporciona transbordos por camión dentro del Puerto de Hamburgo. El segmento de Logística ofrece

una amplia gama de servicios relacionados con el puerto, como la logística de graneles secos, vehículos y frutas, así como la logística de proyectos y contratos, y el segmento Inmobiliario, se especializa en el desarrollo inmobiliario en áreas seleccionadas de Hamburgo.

- 8) EUROKAI GmbH & KGaA (EUKG): es una empresa de manipulación de contenedores con sede en Alemania, que se centra en el mercado europeo. La Compañía opera a través de Contship Italia SpA y EUROGATE GmbH & Co KGaA y sus subsidiarias. Opera terminales de contenedores en los puertos marítimos de Gioia Tauro, La Spezia, Cagliari, Ravenna y Salerno en Italia, en Hamburgo, Bremerhaven y Wilhelmshaven en Alemania, en Lisboa en Portugal, Tánger en Marruecos y Ust-Luga en la Federación de Rusia. La Compañía también ofrece reparaciones, instalaciones de depósito, comercio de contenedores, servicios cargo modales y servicios técnicos, así como servicios intermodales, como el transporte por ferrocarril desde y hacia las terminales marítimas. La Compañía tiene acciones indirectas en una línea de transporte de contenedores en Limassol, Chipre.

A continuación, se presenta una matriz con los múltiplos de valuación y medidas seleccionadas, con el fin de determinar el rango de valuación en el cual se estima Santos Brasil se encuentra:

Universidad de  
SanAndrés










	Compañía	EV/EBITDA TTM Q1 2021	Margen EBITDA 2020	Crecimiento de Ventas 5 años CAGR	Crecimiento de EBITDA 5 años CAGR	Crecimiento Volumen 5 años CAGR
Brasil	 SOMOS O BRASIL EM MOVIMENTO	12,4	54%	11%	15%	7%
		8,3	27%	5%	17%	2%
Emergentes		4,4	64%	2%	8%	5%
		5,3	39%	7%	20%	2%
	 Alexandra Container & Cargo Handling Company	6,1	56%	15%	12%	-2%
Frontera		16,1	45%	9%	20%	4%
Europa		6,7	23%	3%	1%	1%
		4,2	32%	-9%	6%	-6%
	Mediana	6,4	42%	6%	13%	2%
	 SANTOS BRASIL	6-8x	23%	0%	8%	3%

Tabla 20. Valuación por múltiplos y comparables Santos Brasil. Fuente: Elaboración propia en base a datos Eikon e Investor Relations de las compañías

SanAndrés

STBP3 cotizó históricamente en promedio 10x EV/EBITDA (Milberg & Lourencao, Santos Brasil: Charting a New Course in 2021; Initiate at Overweight, 2021). Respecto a sus comparables locales (Rumo y Login), en el TTM Q1 2021 vemos que estas compañías de Brasil cotizan con múltiplos EV/EBITDA en torno a 8-12x, con un crecimiento del EBITDA (CAGR últimos 5 años) en torno al 15-17%. Santos Brasil no presenta estos niveles de crecimiento en los últimos 5 años, con lo cual se estima que la acción cotice con múltiplos más bajos que sus comparables locales, debido a las perspectivas de crecimiento en el futuro más próximo (2021 a 2023), tendientes a consolidar un margen EBITDA en torno al 26,9%, levemente superior al actual y por debajo de los que presentan compañías con múltiplos más altos (Rumo, Login y Kingston Wharves Limited). En un escenario donde Santos Brasil logra alcanzar mejores tasas de crecimiento (tanto en ventas como en

EBITDA, ya sea por sus operaciones actuales o la materialización de nuevos proyectos), rentabilizando el incremento de volúmenes (principalmente en Terminales Portuarias), podría cotizar con múltiplos más cercanos a los de sus comparables locales, si bien se encontraría por debajo del que presenta la compañía Kingston Wharves Limited (terminal portuaria de Jamaica, país de frontera), la cual presenta una tasa de crecimiento del 20% para el EBITDA (CAGR últimos 5 años), cotizando a un múltiplo EV/EBITDA de 16,1x.

### 9.4 Valuación por Múltiplo EV/EBITDA

A partir de los resultados expuestos, se procedió a calcular el valor de Santos Brasil. A continuación, se calculó el Valor Empresa (VE) de Santos Brasil con los parámetros de las empresas comparables, donde:

$$VE_{Santos\ Brasil} = EBITDA_{Santos\ Brasil} \times \left( \frac{EV}{EBITDA} \right)_{Comparables} \quad (18)$$

El ratio obtenido de las empresas comparables se ubica en los siguientes valores:

$$\left( \frac{EV}{EBITDA} \right)_{Comparables} = 4; 6; 8; 12; 16 \quad (19)$$

A continuación, se presenta la matriz de valuación considerando el múltiplo EV/EBITDA para Santos Brasil, y diferentes valores de EBITDA:

EBITDA 2021 - Margen 32,90%	Múltiplo EV/EBITDA				
	4,0	6,0	8,0	10,0	12,0
\$ 254,8	\$ 1,9	\$ 2,5	\$ 3,1	\$ 3,7	\$ 4,3
\$ 299,8	\$ 2,1	\$ 2,8	\$ 3,5	\$ 4,2	\$ 4,9
\$ 352,7	\$ 2,4	\$ 3,2	\$ 4,0	\$ 4,8	\$ 5,7
\$ 414,9	\$ 2,7	\$ 3,6	\$ 4,6	\$ 5,6	\$ 6,5
\$ 477,2	\$ 3,0	\$ 4,1	\$ 5,2	\$ 6,3	\$ 7,4
\$ 548,8	\$ 3,3	\$ 4,6	\$ 5,8	\$ 7,1	\$ 8,4
\$ 631,1	\$ 3,7	\$ 5,1	\$ 6,6	\$ 8,1	\$ 9,5

Tabla 21. Valuación Santos Brasil por múltiplo EV/EBITDA. Fuente: elaboración propia

Tomando el EBITDA para el período 2021, en el cual la empresa materializa el beneficio del ajuste de tarifas e incremento del volumen de contenedores (margen

EBITDA sobre ventas del 32,90%), se estima que el valor de la Compañía se encuentre en el rango de 6-8x de EV/EBITDA, por debajo del promedio de la industria a ene-21 para países emergentes y a los que presentan sus comparables locales.

El valor de la acción se encuentra entre R\$ 3,2-R\$ 5,2.

### 9.5 Valuación por Múltiplo EV/EBITDA según últimas adquisiciones

Si consideramos las últimas transacciones descriptas que se realizaron en el mercado local, tomando un promedio del múltiplo EV/EBITDA de dichas operaciones, podemos obtener un valor de la acción para Santos Brasil en base al EBITDA 2021:

<b>M&amp;A</b>	EV/EBITDA - Portonave	11,0
	EV/EBITDA - TCP	13,6
	<b>Promedio</b>	<b>12,3</b>
<b>Santos Brasil</b>	EBITDA 2021	414,9
	EBITDA 2021 x EV/EBITDA (promedio M&A)	5.107,6
	(+) Caja - Q1 2021	1.085,2
	(-) Deuda - Q1 2021	-432,1
	Valor Patrimonial	5.760,7
	Total Acciones (en millones)	862,5
	<b>Valor por Acción (en R\$)</b>	<b>6,7</b>

Tabla 22. Valuación Santos Brasil por múltiplo EV/EBITDA. Fuente: Elaboración propia

El valor de la acción se encuentra en R\$ 6,7.



## 10 Anexo

### 10.1 Tecon Santos

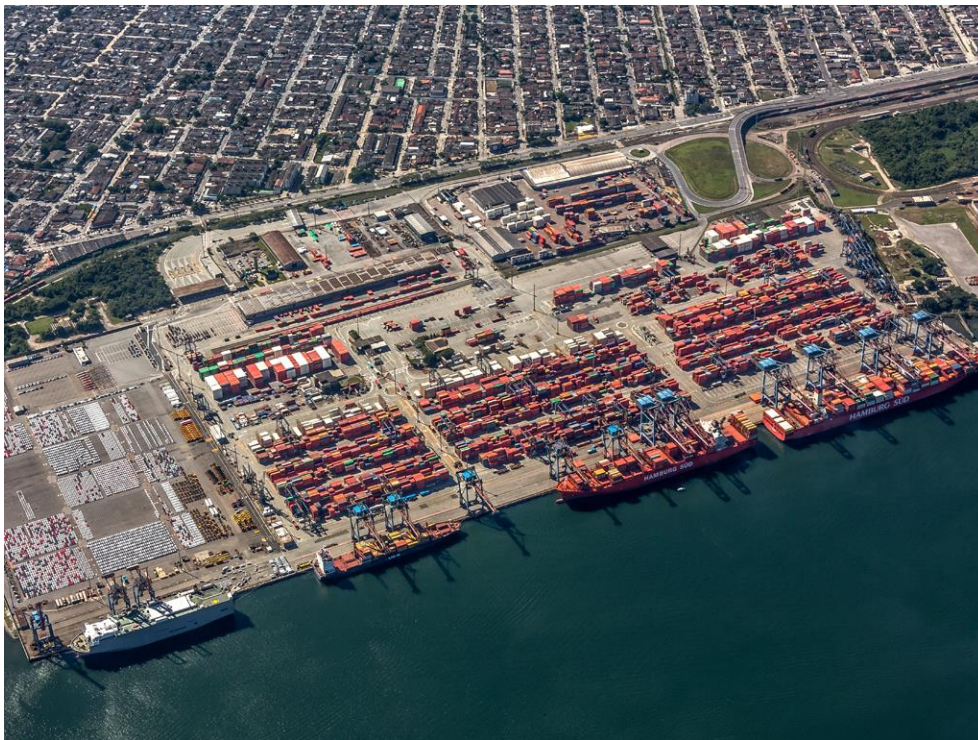


Ilustración 5. Tecon Santos. Fuente: Santos Brasil Investor Relations

### 10.2 Tecon Imbituba



Ilustración 6. Tecon Imbituba. Fuente: Santos Brasil Investor Relations

### 10.3 Tecon Vila Do Conde

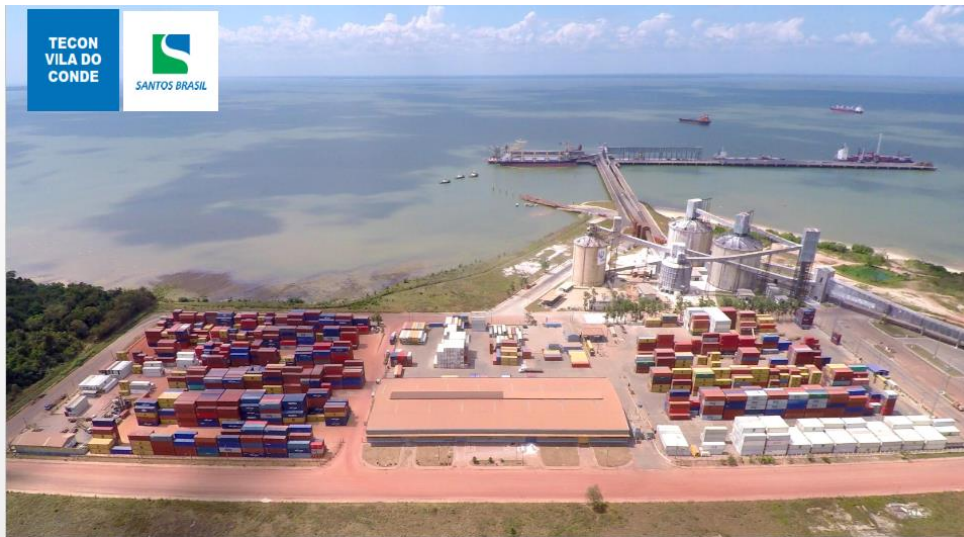


Ilustración 7. Tecon Vila Do Conde. Fuente: Santos Brasil Investor Relations

### 10.4 Terminal de Vehículos



Ilustración 8. TEV. Fuente: Santos Brasil Investor Relations



## 10.5 Logística



Ilustración 9. Logística. Fuente: Santos Brasil Investor Relations

## 10.6 Cuadros y Tablas

### Listado de proyectos portuarios en curso (vigente a septiembre 2021):

Puerto	Inversión de Capital (en millones de R\$)	Tipo de proyecto	Tipo de participación	Duración contrato (años)	Licitación pública
<b>Líquido a granel</b>	<b>2.236</b>				
IQI03 - Liquid Bulk Terminal in the Port of Itaquí/MA - São Luís, Maranhão	107	Brownfield	Alquiler / Concesión	20	3Q 2021
IQI11 - Liquid Bulk Terminal in the Port of Itaquí/MA - São Luís, Maranhão	133	Brownfield	Alquiler / Concesión	20	3Q 2021
IQI12 - Liquid Bulk Terminal in the Port of Itaquí/MA - São Luís, Maranhão	177	Greenfield	Alquiler / Concesión	20	3Q 2021
IQI13 - Liquid Bulk Terminal in the Port of Itaquí/MA - São Luís, Maranhão	179	Greenfield	Alquiler / Concesión	20	3Q 2021
MAC10 - Liquid bulk terminal at the port of Maceió / AL	13	Greenfield	Alquiler / Concesión	25	4Q 2020
MAC11 - Liquid bulk terminal at the Port of Maceió / AL	167	Brownfield	Alquiler / Concesión	25	4Q 2021
MAC12 - Liquid bulk terminal at the Port of Maceió / AL	30	Brownfield	Alquiler / Concesión	25	4Q 2021
STS08 - Liquid bulk Terminal in Porto Santos / SP	210	Brownfield	Alquiler / Concesión	25	2Q 2022
STS08A - Leasing of liquid bulk in the Port of Santos / SP	792	Brownfield	Alquiler / Concesión	25	2Q 2021
STS13A - Lease of Liquid Bulk at Santos Port / SP	111	Brownfield	Alquiler / Concesión	25	3Q 2019
VDC10A - Terminal lease for liquid bulk in the Port of Vila do Conde / PA	148	Brownfield	Alquiler / Concesión	25	3Q 2021
PAR50 - Liquid bulk terminal at the port of Paranaguá / PR	150	Brownfield	Alquiler / Concesión	35	4Q 2021
PAR32 - General cargo terminal in Paranaguá Harbor	20	Brownfield	Alquiler / Concesión	10	4Q 2021
<b>A granel Sólido</b>	<b>3.042</b>				
STS14 - Cellulose Terminal in Porto Santos / SP	187	Greenfield	Alquiler / Concesión	25	3Q 2020
STS14A - Cellulose Terminal in Porto Santos / SP	193	Greenfield	Alquiler / Concesión	25	3Q 2020
STS20 - Solid Bulk Terminal in the Port of Santos, São Paulo	220	Brownfield	Alquiler / Concesión	25	3Q 2019
ATU12 - Leasing of solid bulk in port of Aratu/BA (*)	281	Brownfield	Alquiler / Concesión	25	4Q 2020
ATU18 - Solid vegetable bulk terminal at the port of Aratu - Candeias / BA (*)	120	Greenfield	Alquiler / Concesión	15	4Q 2020
MCP02 - Solid bulk terminal at the port of Santana / AP	41	Greenfield	Alquiler / Concesión	25	3Q 2021
MAC13 - Bulk vegetable terminal at the Port of Maceió / AL	58	Brownfield	Alquiler / Concesión	25	3Q 2021
MUC01 - Lease of Terminal for handling solid bulk (wheat grain) at the Port of Mucuripe / CE	57	Brownfield	Alquiler / Concesión	25	3Q 2021
TERSAB - Lease of Salineiro Terminal of Areia Branca / RN	162	Brownfield	Alquiler / Concesión	25	3Q 2021
Privatization of the Organized Port of Itajaí / SC	na	Brownfield	Privatización	35	4Q 2022
PAR01 - Cellulose Terminal at the Port of Paranaguá/PR	87	Greenfield	Alquiler / Concesión	25	3Q 2019
PAR07, PAR08, and PARXX - Grain Terminals in the Port of Paranaguá/PR	921	Brownfield y Greenfield	Alquiler / Concesión	35	na
STS11 - Terminal lease for solid bulk in the Port of Santos / SP	484	Brownfield	Alquiler / Concesión	25	1Q 2022
SUA07 - Terminal lease for solid bulk (sugar) in the Port of Suape / PE	79	Brownfield	Alquiler / Concesión	25	1Q 2022
MAC14 - Rental of general cargo terminal (logs and wood chips) at the Port of Maceió / AL	52	Greenfield	Alquiler / Concesión	15	1Q 2022
Maritime Passenger Terminal in the port of Mucuripe (Fortaleza / CE)	101	Brownfield	Alquiler / Concesión	na	na
MCP1 - Wood Chip Terminal in the Port of Santana/AP	na	Brownfield	Alquiler / Concesión	25	na
<b>Contenedores y carga general</b>	<b>1.221</b>				
SUA05 - Lease of Containers at Suape Port/PE	1.205	Greenfield	Alquiler / Concesión	35	na
PEL01 - Rental of general cargo terminal (wood chips and logs) at the Port of Pelotas / RS	16	Brownfield	Alquiler / Concesión	15	3Q 2021
<b>Vehículos</b>	<b>30</b>				
SUA01 - Lease of Vehicles at Suape Port / PE	8	Brownfield	Alquiler / Concesión	25	na
PAR12 - Vehicle Terminal in the Port of Paranaguá/PR	22	Greenfield	Alquiler / Concesión	25	4Q 2020
<b>Multicargo</b>	<b>3.497</b>				
VDC10 - Liquid and solid bulk terminal at the port of Vila do Conde / PA	423	Brownfield	Alquiler / Concesión	25	3Q 2021
Privatization - Companhia Docas do Espírito Santo - CODESA	1.000	Brownfield	Privatización	35	4Q 2021
Privatization of the Organized Port of São Sebastião / SP - Centro, São Sebastião, São Paulo	574	Brownfield	Privatización	35	1Q 2022
Studies for destatization of Porto de Santos	1.500	Brownfield	Privatización	35	4Q 2022
Organized Ports of Salvador/ Aratu-Candeias/Ilhéus and CompanhiaDocas da Bahia (CODEBA) privatization	na	Brownfield	Privatización	35	4Q 2022
<b>TOTAL</b>	<b>10.026</b>				

\*Licitaciones ya ganadas por el consorcio formado por JSL Group y otros jugadores

Legenda:   Proyectos de interes por parte de Santos Brasil

Tabla 23. Listado de proyectos portuarios en curso de Brasil a septiembre 2021. Fuente: Elaboración propia en base a Programa de Parcerias de Inversiones (PPI) y Morgan Stanley Research



## Evolución Operativa

A continuación, se presenta la evolución de las principales líneas de negocio de Santos Brasil:

en miles	2015	2016	2017	2018	2019	2020	CAGR
Fecha Fin del Período	31-dic.-2015	31-dic.-2016	31-dic.-2017	31-dic.-2018	31-dic.-2019	31-dic.-2020	2015-2020
<b>Total operado - Contenedores</b>	<b>923,1</b>	<b>1.016,4</b>	<b>968,7</b>	<b>1.084,5</b>	<b>1.169,0</b>	<b>1.079,0</b>	<b>3,17%</b>
Contenedores Full	709,1	783,1	764,2	837,3	898,0	807,3	2,63%
Contenedores Vacíos	214,0	233,3	204,5	247,2	271,0	271,7	4,89%
% de Contenedores Full	76,82%	77,05%	78,89%	77,21%	76,82%	74,82%	-0,53%
<b>Contenedores operados por Terminal</b>							
Tecon Santos	849,5	926,2	850,7	917,3	1.016,8	937,4	1,99%
Tecon Imbituba	25,4	24,4	40,2	64,3	48,0	41,7	10,44%
Tecon Vila do Conde	48,3	65,8	77,8	102,9	104,3	99,9	15,66%
<b>Total operado - Carga General (ton)</b>	<b>161,7</b>	<b>103,0</b>	<b>56,5</b>	<b>136,0</b>	<b>191,7</b>	<b>281,4</b>	<b>11,72%</b>
<b>Operaciones de almacenaje (# cntrs)</b>	<b>110,9</b>	<b>119,5</b>	<b>123,4</b>	<b>115,5</b>	<b>141,0</b>	<b>127,6</b>	<b>2,85%</b>
<b>Logística - Operaciones de almacenaje (# cntrs)</b>	<b>52,9</b>	<b>35,9</b>	<b>44,6</b>	<b>54,3</b>	<b>55,1</b>	<b>46,5</b>	<b>-2,54%</b>
<b>Vehículos operados</b>	<b>211,2</b>	<b>182,0</b>	<b>289,2</b>	<b>241,9</b>	<b>177,7</b>	<b>153,5</b>	<b>-6,18%</b>
Importación	49,2	15,3	12,8	35,0	23,8	19,3	-17,09%
Exportación	162,0	166,8	276,4	206,9	153,9	134,3	-3,69%
<b>% de Contenedores Full por Terminal</b>							
Tecon Santos	78,41%	79,32%	82,03%	80,91%	79,80%	77,15%	
Tecon Imbituba	59,17%	56,94%	57,50%	61,87%	58,58%	61,20%	
Tecon Vila do Conde	58,04%	52,54%	55,57%	53,74%	56,16%	58,61%	
<b>Tecon Santos</b>							
Contenedores Full	666,1	734,6	697,8	742,2	811,4	723,2	1,66%
Full Impo	203,9	211,7	187,8	168,5	230,2	188,2	-1,60%
Full Expo	462,1	523,0	510,1	573,7	581,2	535,1	2,97%
% Full Impo	30,62%	28,81%	26,91%	22,70%	28,37%	26,02%	
% Full Expo	69,38%	71,19%	73,09%	77,30%	71,63%	73,98%	

Tabla 24. Evolución anual de las principales líneas de negocios de Santos Brasil desde 2014 a 2020. Fuente: Elaboración propia en base a Santos Brasil Investor Relations y Eikon.

## Regresión de Beta - Diario

Estadísticas de la regresión - Plazo Diario	
Coefficiente de correlación múltiple	0,50122442
Coefficiente de determinación R <sup>2</sup>	0,25122592
R <sup>2</sup> ajustado	0,25058866
Error típico	0,02774247
Observaciones	1177

### ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0,30341818	0,30341818	394,231663	7,0275E-76
Residuos	1175	0,90433214	0,00076964		
Total	1176	1,20775032			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad inferior	Superior	Inferior	Superior
				95%	95%	95,0%	95,0%
Intercepción	0,00073192	0,00080954	0,90412178	0,36611616	-0,0008564	0,00232022	-0,0008564
Variable X 1	<b>0,93340875</b>	0,04701063	19,8552679	7,0275E-76	0,84117459	1,02564291	0,84117459

Tabla 25. Regresión STBP3 contra IBOV, plazo diario. Fuente: Elaboración propia en base a Eikon

## Regresión de Beta - Semanal

<i>Estadísticas de la regresión - Plazo Semanal</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,59251346
Coefficiente de determinación R <sup>2</sup>	0,3510722
R <sup>2</sup> ajustado	0,34843428
Error típico	0,0572655
Observaciones	248

### ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0,43643673	0,43643673	133,086856	6,7656E-25
Residuos	246	0,80671704	0,00327934		
Total	247	1,24315377			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intercepción	0,00265677	0,00365892	0,72610773	0,468463	-0,00455	0,00986356	-0,00455	0,00986356
Variable X 1	<b>1,26266639</b>	0,10945133	11,5363277	6,7656E-25	1,04708512	1,47824766	1,04708512	1,47824766

Tabla 26. Regresión STBP3 contra IBOV, plazo semanal. Fuente: Elaboración propia en base a Eikon

## Regresión de Beta - Mensual

<i>Estadísticas de la regresión - Plazo Mensual</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,56280376
Coefficiente de determinación R <sup>2</sup>	0,31674807
R <sup>2</sup> ajustado	0,30432531
Error típico	0,11768416
Observaciones	57

### ANÁLISIS DE VARIANZA

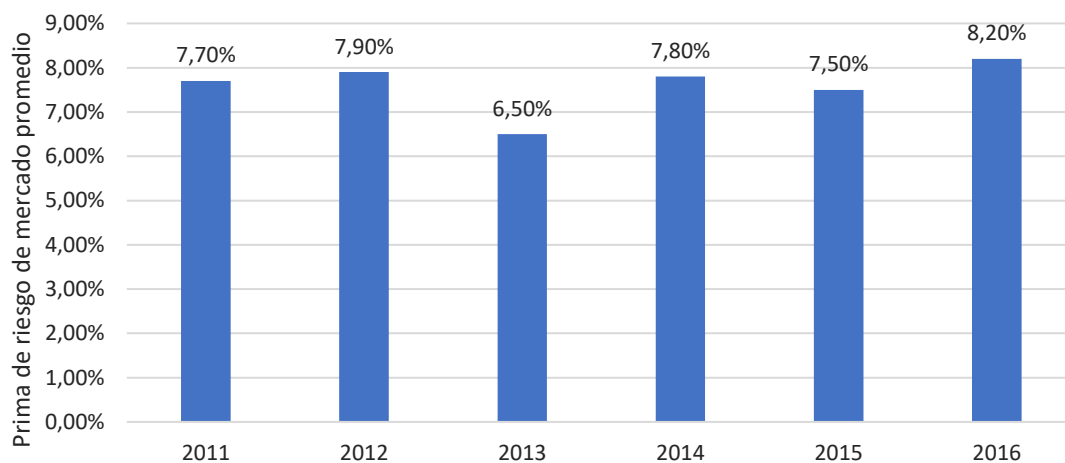
	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0,35312774	0,35312774	25,4973947	5,191E-06
Residuos	55	0,76172589	0,01384956		
Total	56	1,11485362			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intercepción	0,00970407	0,01601419	0,60596728	0,54702929	-0,0223891	0,04179723	-0,0223891	0,04179723
Variable X 1	<b>1,14336899</b>	0,22643237	5,0494945	5,191E-06	0,68958839	1,5971496	0,68958839	1,5971496

Tabla 27. Regresión STBP3 contra IBOV, plazo mensual. Fuente: Elaboración propia en base a Eikon

Prima de riesgo de mercado promedio en Brasil de 2011 a 2016

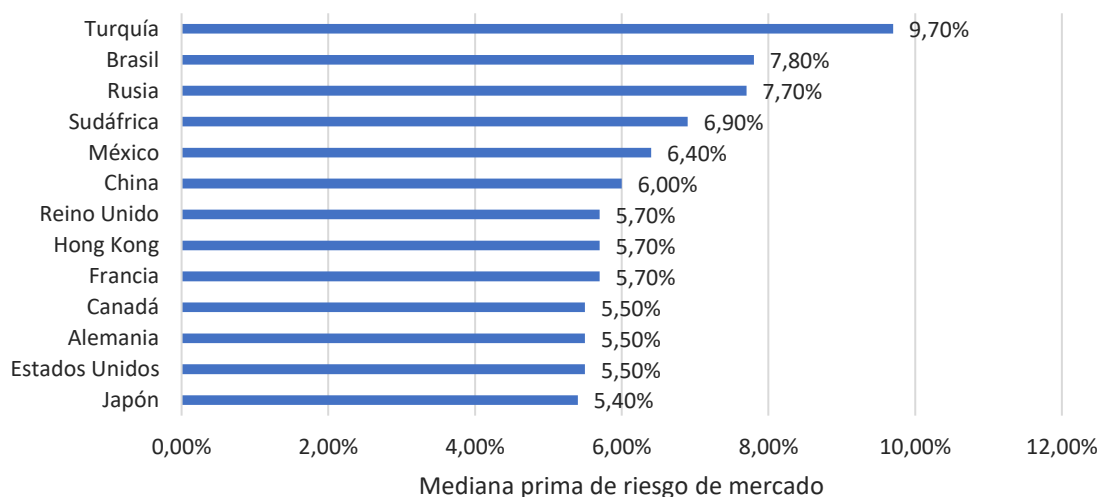
**Gráfico 77: Prima de riesgo de mercado promedio en Brasil de 2011 a 2016**



Fuente: Statista

Mediana de prima de riesgo de mercado en países seleccionados en todo el mundo (Año 2021)

**Gráfico 78: Mediana prima de riesgo de mercado en países seleccionados - Año 2021**



Fuente: Statista

## Exportación de Brasil por rubro

en millones de US\$		2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012
Rubros Exportación (CUCI)										
Materias primas no comestibles, excepto combustibles		73.124	68.457	73.271	62.265	47.461	50.434	64.453	69.715	63.462
Productos alimentarios y animales vivos		49.516	46.713	43.560	48.033	45.039	45.909	51.220	53.952	54.137
Combustibles, minerales, lubricantes y materiales afines		24.873	30.314	29.609	18.723	11.581	13.748	20.650	17.822	26.453
Artículos de manufactura		19.759	23.772	25.717	24.736	21.372	23.388	25.286	24.105	25.704
Máquinas y equipos de transporte		20.562	28.809	34.431	35.510	30.423	28.733	30.473	35.542	36.739
Productos químicos y afines		10.117	11.440	12.157	11.940	10.879	11.206	13.010	14.140	14.894
Mercancías y transacciones no especificadas		4.912	3.670	5.037	5.472	5.021	5.342	7.137	7.519	7.887
Otros		3.437	4.699	4.677	4.692	4.294	4.161	4.577	4.594	4.821
Aceites, grasas y ceras animales y vegetales		1.090	961	1.291	1.360	1.198	1.534	1.448	1.740	2.470
Bebidas y tabaco		1.791	2.290	2.141	2.257	2.256	2.328	2.669	3.415	3.386
<b>Total</b>		<b>209.180</b>	<b>221.127</b>	<b>231.890</b>	<b>214.988</b>	<b>179.526</b>	<b>186.782</b>	<b>220.923</b>	<b>232.544</b>	<b>239.953</b>

Tabla 28. Ranking exportaciones de Brasil 2012-2020. Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría Especial de Comercio Exterior y Asuntos Internacionales de Brasil.

## Exportación de Brasil según destino

en millones de US\$		2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012
Destinos Exportación										
Asia (excluye Medio Oriente)		99.253	93.231	91.931	77.838	60.612	62.279	73.064	78.264	75.052
Europa		37.317	39.533	43.469	39.684	35.632	37.784	47.711	51.003	55.465
América del Norte		29.530	37.996	36.555	34.106	29.334	29.986	32.999	30.950	33.727
América del Sur		22.659	27.952	35.167	35.248	30.034	31.029	36.623	41.098	40.023
Medio Oriente		8.797	10.812	9.769	11.671	10.146	9.955	10.416	10.942	11.510
Africa		7.865	7.536	8.101	9.393	7.831	8.197	9.700	11.076	12.151
América Central y el Caribe		2.937	3.282	4.366	4.241	3.670	4.643	5.868	4.531	6.562
Oceanía		812	770	694	567	534	490	508	545	591
Otros		10	15	1.839	2.240	1.731	2.419	4.036	4.134	4.871
<b>Total</b>		<b>209.180</b>	<b>221.127</b>	<b>231.890</b>	<b>214.988</b>	<b>179.526</b>	<b>186.782</b>	<b>220.923</b>	<b>232.544</b>	<b>239.953</b>

Tabla 29. Ranking exportaciones de Brasil 2012-2020. Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría Especial de Comercio Exterior y Asuntos Internacionales de Brasil.

## Importaciones de Brasil por rubro

en millones de US\$		2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012
Rubros Importación (CUCI)										
Máquinas y equipos de transporte		61.534	70.768	68.495	56.946	51.347	64.017	83.304	91.006	85.611
Productos químicos y afines		41.454	44.268	43.315	37.490	34.049	37.969	45.136	45.343	42.246
Combustibles, minerales, lubricantes y materiales afines		15.583	25.465	27.872	23.197	16.875	26.571	46.723	47.563	42.067
Artículos de manufactura		16.762	19.028	18.959	16.492	13.583	18.702	24.375	25.135	25.138
Otros		10.350	12.486	12.655	11.119	9.945	13.105	15.522	15.958	14.815
Productos alimentarios y animales vivos		7.658	8.112	7.904	8.047	8.616	7.262	9.277	9.947	8.815
Materias primas no comestibles, excepto combustibles		3.629	4.247	4.439	4.031	3.536	4.109	4.881	5.013	4.909
Aceites, grasas y ceras animales y vegetales		1.133	825	980	955	824	770	947	902	924
Bebidas y tabaco		679	716	698	668	543	594	653	629	637
Otros		5	12	5	5	4	6	4	4	4
<b>Total</b>		<b>158.787</b>	<b>185.928</b>	<b>185.322</b>	<b>158.951</b>	<b>139.321</b>	<b>173.104</b>	<b>230.823</b>	<b>241.501</b>	<b>225.166</b>

Tabla 30. Ranking importaciones de Brasil 2012-2020. Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría Especial de Comercio Exterior y Asuntos Internacionales de Brasil.

## Importaciones de Brasil según origen

en millones de US\$									
Destinos Importación	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012
Asia (excluye Medio Oriente)	57.930	62.552	60.726	50.444	43.236	55.926	71.281	73.316	68.945
Europa	39.342	45.981	45.728	40.672	36.474	43.215	55.491	59.408	56.432
América del Norte	33.662	42.318	40.488	34.062	29.210	33.279	43.090	44.812	41.634
América del Sur	18.180	22.258	23.923	21.892	20.266	23.180	31.532	33.998	32.403
Medio Oriente	4.337	5.101	5.190	3.973	3.570	5.314	8.000	7.369	7.399
Africa	3.664	5.596	6.624	5.547	4.601	8.763	17.059	17.388	14.271
América Central y el Caribe	787	751	1.108	687	779	1.601	2.658	3.181	2.361
Oceanía	636	1.026	1.189	1.432	887	1.112	1.231	1.324	1.354
Otros	249	346	346	241	300	714	482	705	368
<b>Total</b>	<b>158.787</b>	<b>185.928</b>	<b>185.322</b>	<b>158.951</b>	<b>139.321</b>	<b>173.104</b>	<b>230.823</b>	<b>241.501</b>	<b>225.166</b>

Tabla 31. Ranking importaciones de Brasil 2012-2020. Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría Especial de Comercio Exterior y Asuntos Internacionales de Brasil.

## Nuevos proyectos de inversión

En el escenario optimista, se estima la materialización de los proyectos STS08 y STS08A, en proceso de licitación pública por parte del gobierno de Brasil. A continuación, se detallan los principales aspectos para la estimación de los proyectos de inversión que se incluyen en el modelo de valuación:

**Proyecto STS08<sup>32</sup>:** proyecto Brownfield para el desarrollo de una terminal de carga a granel líquido (combustible) en el Puerto de Santos. Se detallan a continuación los principales aspectos incluidos en la licitación pública en lo concerniente al proyecto de inversión<sup>33</sup>:

Capacidad operativa (estática): 131.177 toneladas

CAPEX: R\$ 210 millones

Canon fijo: R\$ 1,516 millones mensuales

Canon variable: R\$ 9,35 por tonelada

Duración contrato de concesión: 25 años

Supuestos utilizados para el modelo del flujo de fondos libre:

1. Comienzo del proyecto (erogación del CAPEX): año 2021
2. Inicio de operaciones: año 2024
3. Volumen estimado: en base al Anexo E del estudio del proyecto

<sup>32</sup> <https://portal.ppi.gov.br/sts08a-arrendamento-de-graneis-liquidos-no-porto-de-santos-sp>

<sup>33</sup> <http://web.antaq.gov.br/Sistemas/WebServiceLeilao/DocumentoUpload/Audiencia%2091/STS08%20-%20Section%20E%20-%20Financial.pdf>

4. CAPEX: estimación propia en base al Anexo E del estudio del proyecto, incluyendo gastos de capital de mantenimiento a partir de 2026
5. Gastos operativos: estimación propia en base al Anexo E del estudio del proyecto, prorrateados por la participación de Santos Brasil
6. Ingreso unitario: estimación propia en base al Anexo E del estudio del proyecto
7. Amortizaciones: en base al Anexo E del estudio del proyecto
8. Capital de Trabajo: 11,33% sobre ventas (con consumo de fondos)
9. Pago de impuestos: 2,4% sobre ventas, en base a la participación histórica de Santos
10. EBITDA: el margen EBITDA se encuentra levemente por debajo del margen EBITDA consolidado de Santos para el escenario optimista

**Proyecto STS08A<sup>34</sup>:** proyecto Brownfield para el desarrollo de una terminal de carga a granel líquido (combustible) en el Puerto de Santos, destinada al movimiento y almacenamiento de graneles líquidos y gaseosos. Se detallan a continuación los principales aspectos incluidos en la licitación pública en lo concerniente al proyecto de inversión<sup>35</sup>:

Capacidad operativa (estática): 131.177 toneladas

CAPEX: R\$ 792 millones

Canon fijo: R\$ 3,202 millones mensuales

Canon variable: R\$ 7,13 por tonelada

Duración contrato de concesión: 25 años

Supuestos utilizados para el modelo del flujo de fondos libre:

1. Comienzo del proyecto (erogación del CAPEX): año 2021
2. Inicio de operaciones: año 2021
3. Volumen estimado: en base al Anexo E del estudio del proyecto
4. CAPEX: estimación propia en base al Anexo E del estudio del proyecto, incluyendo gastos de capital de mantenimiento a partir de 2026
5. Gastos operativos: estimación propia en base al Anexo E del estudio del proyecto, prorrateados por la participación de Santos Brasil

<sup>34</sup> <https://portal.ppi.gov.br/sts08a-arrendamento-de-graneis-liquidos-no-porto-de-santos-sp>

<sup>35</sup>

<http://web.antaq.gov.br/Sistemas/WebServiceLeilao/DocumentoUpload/Audiencia%2092/STS08A%20-%20Section%20E%20-%20Finacial.pdf>

6. Ingreso unitario: estimación propia en base al Anexo E del estudio del proyecto
7. Amortizaciones: en base al Anexo E del estudio del proyecto
8. Capital de Trabajo: 11,33% sobre ventas netas (con consumo de fondos)
9. Pago de impuestos: 2,4% sobre ventas, en base a la participación histórica de Santos
10. EBITDA: el margen EBITDA se encuentra levemente por debajo del margen EBITDA consolidado de Santos para el escenario optimista

Se presenta a continuación un resumen de los volúmenes e ingresos unitarios según cada proyecto, utilizando las estimaciones de inflación y crecimiento real de la economía del escenario base.

	REAL 2020	ESTIM. 2021	ESTIM. 2022	ESTIM. 2023	ESTIM. 2024	ESTIM. 2025	ESTIM. 2026	ESTIM. 2027	ESTIM. 2028	ESTIM. 2029	ESTIM. 2030
PBI Brasil - Crecimiento real	(4,4)	4,2	2,5	2,3	2,1	2,2	2,0	2,4	2,3	2,2	2,7
IPC Brasil - Tasa nominal anual	4,52	5,7	5,7	5,3	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
<b>Volúmenes (en miles)</b>											
<b>Toneladas - Combustible a granel líquido</b>	<b>0,0</b>	<b>6.646,0</b>	<b>6.741,0</b>	<b>6.841,0</b>	<b>8.886,7</b>	<b>9.084,3</b>	<b>9.916,1</b>	<b>10.151,8</b>	<b>10.384,3</b>	<b>10.615,1</b>	<b>10.888,6</b>
var.% a/a				1,5%	29,9%	2,2%	9,2%	2,4%	2,3%	2,2%	2,6%
Proyecto STS08	0,0	0,0	0,0	0,0	1.902,0	1.946,0	2.635,0	2.696,0	2.757,0	2.820,0	2.883,0
var.% a/a				0,0%	0,0%	2,3%	35,4%	2,3%	2,3%	2,3%	2,2%
Proyecto STS08A	0,0	6.646,0	6.741,0	6.841,0	6.984,7	7.138,3	7.281,1	7.455,8	7.627,3	7.795,1	8.005,6
var.% a/a			1,4%	1,5%	2,1%	2,2%	2,0%	2,4%	2,3%	2,2%	2,7%
<b>Ingreso unitario por unidades (en R\$)</b>											
<b>Ingreso Unitario por Tonelada</b>	<b>0,0</b>	<b>47,6</b>	<b>50,3</b>	<b>52,9</b>	<b>55,6</b>	<b>58,4</b>	<b>61,3</b>	<b>64,3</b>	<b>67,6</b>	<b>70,9</b>	<b>74,5</b>
var.% a/a	0,0%	0,0%	5,7%	5,3%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Proyecto STS08	45,0	47,6	50,3	52,9	55,6	58,4	61,3	64,3	67,6	70,9	74,5
var.% a/a	0,0%	5,7%	5,7%	5,3%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Proyecto STS08A	45,0	47,6	50,3	52,9	55,6	58,4	61,3	64,3	67,6	70,9	74,5
var.% a/a	0,0%	5,7%	5,7%	5,3%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%

Tabla 32. Volúmenes e ingresos unitarios nuevos proyectos de inversión. Fuente: Elaboración propia en base a Programa de Parcerías de Inversiones (PPI)

A continuación, se presenta el modelo de flujo de fondos libre, descontado a la misma tasa WACC que el escenario base y con la misma tasa de crecimiento nominal en perpetuidad.

FFD - en millones de R\$	REAL 2020	ESTIM. 2021	ESTIM. 2022	ESTIM. 2023	ESTIM. 2024	ESTIM. 2025	ESTIM. 2026	ESTIM. 2027	ESTIM. 2028	ESTIM. 2029	ESTIM. 2030
<b>Ingresos</b>	<b>0,0</b>	<b>316,1</b>	<b>338,9</b>	<b>362,2</b>	<b>494,0</b>	<b>530,2</b>	<b>607,7</b>	<b>653,3</b>	<b>701,6</b>	<b>753,1</b>	<b>811,1</b>
var.% a/a	0,0%	0,0%	7,2%	6,9%	36,4%	7,3%	14,6%	7,5%	7,4%	7,3%	7,7%
Terminales Líquidos a Granel	0,0	316,1	338,9	362,2	494,0	530,2	607,7	653,3	701,6	753,1	811,1
Proyecto STS08	0,0	0,0	0,0	0,0	105,7	113,6	161,5	173,5	186,3	200,1	214,8
Proyecto STS08A	0,0	316,1	338,9	362,2	388,3	416,6	446,2	479,8	515,4	553,0	596,4
<b>Costo de los Ingresos Netos</b>	<b>0,0</b>	<b>(44,1)</b>	<b>(47,3)</b>	<b>(50,6)</b>	<b>(69,0)</b>	<b>(74,1)</b>	<b>(84,9)</b>	<b>(91,2)</b>	<b>(98,0)</b>	<b>(105,2)</b>	<b>(113,3)</b>
% de Ventas	0,0%	-14,0%	-14,0%	-14,0%	-14,0%	-14,0%	-14,0%	-14,0%	-14,0%	-14,0%	-14,0%
<b>Beneficio Bruto</b>	<b>0,0</b>	<b>272,0</b>	<b>291,6</b>	<b>311,6</b>	<b>425,0</b>	<b>456,2</b>	<b>522,8</b>	<b>562,0</b>	<b>603,7</b>	<b>647,9</b>	<b>697,8</b>
% de Ventas	0,0%	86,0%	86,0%	86,0%	86,0%	86,0%	86,0%	86,0%	86,0%	86,0%	86,0%
<b>Gastos Operativos</b>	<b>0,0</b>	<b>(262,4)</b>	<b>(276,6)</b>	<b>(289,4)</b>	<b>(265,6)</b>	<b>(280,0)</b>	<b>(366,7)</b>	<b>(386,1)</b>	<b>(406,3)</b>	<b>(427,7)</b>	<b>(451,0)</b>
Costo de los Servicios Prestados	0,0	(211,4)	(226,7)	(237,2)	(217,7)	(229,3)	(300,3)	(315,8)	(332,1)	(349,1)	(367,8)
Gastos de Ventas	0,0	(26,7)	(26,0)	(27,2)	(25,0)	(26,4)	(34,7)	(36,9)	(39,1)	(41,5)	(44,2)
Gastos Administrativos	0,0	(24,3)	(23,9)	(25,0)	(23,0)	(24,2)	(31,7)	(33,4)	(35,1)	(37,0)	(39,0)
<b>EBITDA</b>	<b>0,0</b>	<b>9,5</b>	<b>15,0</b>	<b>22,2</b>	<b>178,9</b>	<b>201,2</b>	<b>186,6</b>	<b>206,6</b>	<b>228,1</b>	<b>251,3</b>	<b>278,0</b>
% de Ventas Netas	0,0%	3,5%	5,1%	7,1%	42,1%	44,1%	35,7%	36,8%	37,8%	38,8%	39,8%
var.% a/a	0,0%	0,0%	56,9%	48,3%	706,0%	12,5%	-7,2%	10,7%	10,4%	10,1%	10,7%
<b>EBIT</b>	<b>0,0</b>	<b>9,5</b>	<b>15,0</b>	<b>22,2</b>	<b>159,4</b>	<b>176,2</b>	<b>156,1</b>	<b>176,0</b>	<b>197,3</b>	<b>220,3</b>	<b>246,8</b>
% de Ventas Netas	0,0%	3,5%	5,1%	7,1%	37,5%	38,6%	29,9%	31,3%	32,7%	34,0%	35,4%
Impuestos Pagados	0,0	(3,2)	(5,1)	(7,5)	(54,2)	(59,9)	(53,1)	(59,8)	(67,1)	(74,9)	(83,9)
A&D	0,0	0,0	0,0	0,0	19,5	25,0	30,5	30,7	30,8	31,0	31,2
Capital de Trabajo	0,0	(28,7)	(19,2)	(41,0)	(56,0)	(60,1)	(68,9)	(74,0)	(79,5)	(85,3)	(91,9)
CAPEX	0,0	(174,1)	(174,1)	(138,2)	(138,2)	(138,2)	(3,8)	(4,1)	(4,4)	(4,8)	(5,1)
<b>FFL</b>	<b>0,0</b>	<b>(196,4)</b>	<b>(183,4)</b>	<b>(164,6)</b>	<b>(69,5)</b>	<b>(57,0)</b>	<b>60,8</b>	<b>68,7</b>	<b>77,1</b>	<b>86,3</b>	<b>97,1</b>
Factor de Descuento		64,80%	74,64%	64,49%	55,72%	48,14%	41,59%	35,93%	31,04%	26,82%	23,17%
<b>FFLD</b>		<b>(127,3)</b>	<b>(136,9)</b>	<b>(106,1)</b>	<b>(38,7)</b>	<b>(27,4)</b>	<b>25,3</b>	<b>24,7</b>	<b>23,9</b>	<b>23,1</b>	<b>22,5</b>
<b>Resumen FFD</b>											
<b>Valor Presente del FFD <sup>(1)</sup></b>	<b>(316,9)</b>										
<b>Valor de Empresa <sup>(1) + (2)</sup></b>	<b>793,1</b>										
		<b>Valor Terminal</b>									
											<b>97,1</b>
											<b>15,75%</b>
											<b>7,00%</b>
											<b>1.110,0</b>

Tabla 33. Modelo de flujo de fondos libre nuevos proyectos de inversión. Fuente: Elaboración propia en base a Programa de Parcerías de Inversiones (PPI)

Vemos que ambos proyectos en conjunto aportan R\$ 793,1 millones de valor empresa, a valor presente del 31/03/2021.

### Estados de Resultados

A continuación, se presentan los últimos 6 años del Estado de Resultados consolidado para la Compañía:



R\$ millones	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Fecha Fin del Período	31-dic.-2015	31-dic.-2016	31-dic.-2017	31-dic.-2018	31-dic.-2019	31-dic.-2020
Ventas	1.109,3	956,7	953,1	1.085,6	1.135,3	1.087,1
Costo de Ventas	(145,0)	(127,4)	(129,1)	(164,1)	(162,7)	(157,6)
<b>Beneficio Bruto</b>	<b>964,3</b>	<b>829,3</b>	<b>824,0</b>	<b>921,5</b>	<b>972,6</b>	<b>929,5</b>
Gastos Operativos	(949,3)	(837,9)	(792,5)	(856,1)	(886,6)	(870,0)
Costo de los Servicios Prestados	(704,4)	(704,5)	(646,4)	(674,2)	(722,6)	(708,6)
Gastos de Ventas	(115,5)	(67,2)	(84,5)	(115,5)	(107,7)	(104,1)
Gastos Administrativos	(112,3)	(77,4)	(71,4)	(73,2)	(82,8)	(84,3)
Otros	(17,1)	11,2	9,8	6,8	26,5	27,0
A&D	131,6	96,3	133,2	124,0	135,6	152,2
<b>EBITDA</b>	<b>146,6</b>	<b>87,7</b>	<b>164,7</b>	<b>189,4</b>	<b>221,6</b>	<b>211,7</b>
Items Inusuales	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>15,0</b>	<b>(8,6)</b>	<b>31,5</b>	<b>65,4</b>	<b>86,0</b>	<b>59,5</b>
Intereses	(29,2)	(13,6)	(62,9)	(57,2)	(61,0)	(77,2)
<b>EBT</b>	<b>(14,2)</b>	<b>(22,2)</b>	<b>(31,4)</b>	<b>8,2</b>	<b>25,0</b>	<b>(17,7)</b>
Impuestos	(3,9)	2,4	25,9	(5,2)	(9,6)	3,9
<b>Utilidad Neta</b>	<b>(18,1)</b>	<b>(19,8)</b>	<b>(5,5)</b>	<b>3,0</b>	<b>15,4</b>	<b>(13,8)</b>
Promedio ponderado de acciones en circulación	659,9	659,9	660,7	663,1	665,9	720,8
<b>EPS</b>	<b>(0,03)</b>	<b>(0,03)</b>	<b>(0,01)</b>	<b>0,00</b>	<b>0,02</b>	<b>(0,02)</b>

Tabla 34. Estado de Resultados anual de Santos Brasil desde 2015 a 2020. Fuente: Elaboración propia en base a Santos Brasil Investor Relations y Eikon

Podemos observar que las ventas y costos operativos son razonablemente estables y direccionados por el volumen operado. Al ser un negocio maduro, el EBITDA es relativamente estable y se encuentra con una tendencia en crecimiento, a pesar de la caída que ha sufrido respecto a niveles previos a 2014 y particularmente al año 2015 (con caída del volumen de contenedores operados).

Repasando la evolución año contra año de los últimos 3 ejercicios de la Compañía, podemos observar que los ingresos se han visto afectados por el impacto del COVID-19 en el año 2020. A pesar de ello, el EBITDA sólo ha disminuido un 4%, en línea a la disminución de los ingresos.

var. % a/a	2018	2019	2020
Fecha Fin del Período	31-dic.-2018	31-dic.-2019	31-dic.-2020
Ventas	14%	5%	(4%)
Costo de Ventas	27%	(1%)	(3%)
<b>Beneficio Bruto</b>	<b>12%</b>	<b>6%</b>	<b>(4%)</b>
Gastos Operativos	8%	4%	(2%)
Costo de los Servicios Prestados	4%	7%	(2%)
Gastos de Ventas	37%	(7%)	(3%)
Gastos Administrativos	3%	13%	2%
Otros	(31%)	290%	2%
A&D	(7%)	9%	12%
<b>EBITDA</b>	<b>15%</b>	<b>17%</b>	<b>(4%)</b>
Items Inusuales	0%	0%	0%
<b>EBIT</b>	<b>108%</b>	<b>31%</b>	<b>(31%)</b>
Intereses	(9%)	7%	27%
<b>EBT</b>	<b>(126%)</b>	<b>205%</b>	<b>(171%)</b>
Impuestos	(120%)	85%	(141%)
<b>Utilidad Neta</b>	<b>(155%)</b>	<b>413%</b>	<b>(190%)</b>
Promedio ponderado de acciones en circulación	0%	0%	8%
<b>EPS</b>	<b>(154%)</b>	<b>411%</b>	<b>(183%)</b>

Tabla 35. Variación año a año del Estado de Resultados anual de Santos Brasil desde 2018 a 2020. Fuente: Elaboración propia en base a Santos Brasil Investor Relations y Eikon

A continuación, se presenta el análisis vertical del Estado de Resultados de la Compañía para los últimos 4 años:

Universidad de  
**SanAndrés**

% sobre Ventas	2017	2018	2019	2020
Fecha Fin del Período	31-dic.-2017	31-dic.-2018	31-dic.-2019	31-dic.-2020
<b>Ventas</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
Costo de Ventas	(14%)	(15%)	(14%)	(14%)
<b>Beneficio Bruto</b>	<b>86%</b>	<b>85%</b>	<b>86%</b>	<b>86%</b>
Gastos Operativos	(83%)	(79%)	(78%)	(80%)
Costo de los Servicios Prestados	(68%)	(62%)	(64%)	(65%)
Gastos de Ventas	(9%)	(11%)	(9%)	(10%)
Gastos Administrativos	(7%)	(7%)	(7%)	(8%)
Otros	1%	1%	2%	2%
A&D	14%	11%	12%	14%
<b>EBITDA</b>	<b>17%</b>	<b>17%</b>	<b>20%</b>	<b>19%</b>
Items Inusuales	0%	0%	0%	0%
<b>EBIT</b>	<b>3%</b>	<b>6%</b>	<b>8%</b>	<b>5%</b>
Intereses	(7%)	(5%)	(5%)	(7%)
<b>EBT</b>	<b>(3%)</b>	<b>1%</b>	<b>2%</b>	<b>(2%)</b>
Impuestos	3%	(0%)	(1%)	0%
<b>Utilidad Neta</b>	<b>(1%)</b>	<b>0%</b>	<b>1%</b>	<b>(1%)</b>

Tabla 36. Análisis vertical del Estado de Resultados anual de Santos Brasil desde 2017 a 2020. Fuente: Elaboración propia en base a Santos Brasil Investor Relations y Eikon

Podemos observar que la participación de los costos sobre las ventas es relativamente estable, sin grandes sobresaltos, a pesar de los cambios en los volúmenes operados. El margen de EBITDA sobre ventas (consolidado) se mantiene sobre el 17% en los últimos años.

### Estado de Situación Patrimonial

A continuación, se presenta la composición al cierre de cada año para los principales rubros patrimoniales de la Compañía:

R\$ millones	2017	2018	2019	2020
Fecha Fin del Período	31-dic.-2017	31-dic.-2018	31-dic.-2019	31-dic.-2020
Caja y Equivalentes	270,7	253,7	425,5	1.070,5
Capital de Trabajo (AC - PC)	61,1	110,0	362,3	942,7
Total Activo Corriente	403,4	409,6	598,0	1.239,1
Total Activos	2.764,7	2.858,3	3.196,1	4.229,3
Total Deuda	233,1	227,4	436,4	433,2
<b>Total Capital</b>	<b>1.330,8</b>	<b>1.341,1</b>	<b>1.352,4</b>	<b>2.097,2</b>

Tabla 37. Composición de la estructura patrimonial de rubros seleccionados de Santos Brasil desde 2017 a 2020. Fuente: Elaboración propia en base a Santos Brasil Investor Relations y Eikon

Podemos confirmar que posee una sólida posición de caja al cierre del año 2020, debido a la emisión de nuevas acciones en el mercado, lo que explica el fuerte crecimiento del activo. También se observa que la Compañía posee inversiones financieras de corto plazo y poca deuda con relación al activo total. El capital de trabajo (Activo corriente – Pasivo corriente) es positivo y se encuentra en crecimiento.

var. % a/a	2018	2019	2020
Fecha Fin del Período	31-dic.-2018	31-dic.-2019	31-dic.-2020
Caja y Equivalentes	(6%)	68%	152%
Capital de Trabajo (AC - PC)	80%	229%	160%
Total Activo Corriente	2%	46%	107%
Total Activos	3%	12%	32%
Total Deuda	(2%)	92%	(1%)
<b>Total Capital</b>	<b>1%</b>	<b>1%</b>	<b>55%</b>

Tabla 38. Variación año a año de rubros seleccionados del Estado de Situación Patrimonial de Santos Brasil desde 2018 a 2020. Fuente: Elaboración propia en base a Santos Brasil Investor Relations y Eikon

A continuación, se presenta la composición al cierre de cada año para los principales rubros patrimoniales de la Compañía como porcentaje sobre el total del Activo:

% del Total de Activos	2017	2018	2019	2020
Fecha Fin del Período	31-dic.-2017	31-dic.-2018	31-dic.-2019	31-dic.-2020
Caja y Equivalentes	10%	9%	13%	25%
Capital de Trabajo (AC - PC)	2%	4%	11%	22%
Total Activo Corriente	15%	14%	19%	29%
<b>Total Activos</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
Total Deuda	8%	8%	14%	10%
Total Capital	48%	47%	42%	50%

Tabla 39. Composición de la estructura patrimonial de rubros seleccionados como porcentaje del total del Activo de Santos Brasil desde 2017 a 2020. Fuente: Elaboración propia en base a Santos Brasil Investor Relations y Eikon

Observamos que la posición de caja representa el 25% del total de los activos al cierre del ejercicio 2020. Por otro lado, la deuda financiera representa sólo el 10% del activo total. En ese sentido, vemos que la Compañía tiene poco apalancamiento, y es financiada en mayor medida por sus propietarios (y particularmente, en el mercado de capitales vía emisión de nuevas acciones).

## Estado de Flujo de Efectivo

A continuación, se presenta la evolución de la generación de caja de la Compañía:

R\$ millones	2017	2018	2019	2020
Fecha Fin del Período	31-dic.-2017	31-dic.-2018	31-dic.-2019	31-dic.-2020
Efectivo y equivalentes de efectivo, comienzo de año	192,6	270,7	253,7	266,4
Efectivo y equivalentes de efectivo, fin de año	270,7	253,7	266,4	643,9
<b>Aumento neto de efectivo y equivalentes de efectivo</b>	<b>78,1</b>	<b>(17,0)</b>	<b>12,7</b>	<b>377,5</b>
Efectivo generado por Actividades Operativas	107,6	75,2	98,9	146,3
Efectivo generado por Actividades de Inversión	(6,2)	(70,3)	(267,2)	(481,6)
Efectivo generado por Actividades de Financiación	(23,2)	(22,0)	181,0	712,8
Efectos de las variaciones en la tasa de cambio sobre el efectivo	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Aumento neto de efectivo y equivalentes de efectivo</b>	<b>78,2</b>	<b>(17,1)</b>	<b>12,7</b>	<b>377,5</b>
<b>Flujo de Fondos Libre</b>	<b>63,5</b>	<b>(41,0)</b>	<b>(68,2)</b>	<b>(123,5)</b>

Tabla 40. Estado de Flujo de Efectivo anual de Santos Brasil desde 2017 a 2020. Fuente: Elaboración propia en base a Santos Brasil Investor Relations y Eikon

La generación de caja del último año se explica principalmente por la emisión de nuevas acciones, las cuales financiaron gran parte de las actividades de inversión del año 2020. Las actividades operativas han financiado las actividades de inversión y financiación en los años 2017 y 2018. El Flujo de Fondos Libre es negativo debido a las inversiones realizadas en Activos Fijos.

## 11 Bibliografía

- Alexander, C. (2008). *Market Risk Analysis Volume I: Quantitive Methods in Finance*. John Wiley & Sons, Ltd.
- Alexander, C. (2008). *Market Risk Analysis Volume III: Pricing, Hedging and Trading Financial Instruments*. John Wiley & Sons, Ltd.
- Berk, J., & DeMarzo, P. (2017). *Corporate Finance* (4° ed.). Pearson.
- Bömer Galvão, C., Tadeu Robles, L., & Cardoso Guerise, L. (2013). The Brazilian seaport system: A post-1990 institutional and economic review. *Research in Transportation Business & Management*, 8, 17-29.
- Booth, L. (Enero de 2007). Capital Cash Flow, APV and Valuation. *European Financial Management*, 13(1), 29-48.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2014). *Principles of Corporate Finance* (11° ed.). McGraw-Hill Irwin.
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3° ed.). John Wiley & Sons, Inc.
- Greenwald, B., & Kahn, J. (2005). *Competition Demystified: A Radically Simplified Approach to Business Strategy*. Penguin Group.
- Harlaftis, G., Tenold, S., & Valdaliso, J. M. (2012). *The World's Key Industry: History and Economics of International Shipping*. London: Palgrave Macmillan.
- Hooke, J. C. (2010). *Security Analysis and Business Valuation on Wall Street: A Comprehensive Guide to Today's Valuation Methods* (2° ed.).
- McKinsey & Company, Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2015). *Valuation: Measuring and Managing the Values of Companies* (6° ed.). Wiley.
- Pereiro, L. E. (2002). *Valuation of Companies in emerging markets: A Practical Approach*.
- Rodrigue, J.-P. (2020). *The Geography of Transport Systems*. Taylor & Francis .
- Ross, Westerfield, & Jaffe. (2003). *Corporate Finance* (6° ed.). McGraw-Hill/Irwin.

Sánchez Di Doménico, S., & Sánchez, R. J. (2020). *Análisis de los determinantes de la contenedorización en países seleccionados de América Latina, Asia, Europa y África*. CEPAL.

Williams, B. (2004). *Introduction to Financial Ratios and Financial Statements Analysis*. Harvard Business School.

Wilmsmeier, G., Hoffmann, J., & Sanchez, R. J. (2006). The impact of port characteristics on international maritime transport costs. *Port Economics: Research in Transportation Economics*, 16, 117-140.

Wilmsmeier, G., Tovar, B., & Sanchez, R. J. (2013). The evolution of container terminal productivity and efficiency under changing economic environments. *Research in Transportation Business & Management*, 8, 50-66.

## 12 Reportes y Artículos

Andersen, O. (20 de Junio de 2017). *MSC gains full control of vital Brazilian reefer port*. *Shippingwatch*. Obtenido de <https://shippingwatch.com/>

Barleta, E. P., & Sánchez, R. J. (Junio de 2021). *Informe Portuario 2020: el impacto de la pandemia del COVID-19 en el comercio marítimo, transbordo y throughput de los puertos de contenedores de América Latina y el Caribe*. CEPAL. Obtenido de <https://www.cepal.org/>

Cadena de Suministro. (Junio de 2019). *El Transporte y la Logística del XXI*. Cadena de Suministro(16), 54-55. Obtenido de <https://www.cadenadesuministro.es/>

Casarin, M. (2021). *Country Economic Forecast*. Oxford Economics.

CEPAL. (2020). *Perfil Marítimo y Logístico de América Latina y el Caribe*. Obtenido de <http://perfil.cepal.org/l/es/start.html>

DatamarNews. (28 de Agosto de 2020). *Eldorado Brasil Celulose and Bracell SP Celulose win the Santos port terminals auctions*. DatamarNews. Obtenido de <https://www.datamarnews.com/>

gCaptain. (30 de noviembre de 2017). *Maersk Line Completes Hamburg Süd Acquisition*. gCaptain. Obtenido de <https://gcaptain.com/>

Hidalgo, D. C., & Trujillo Castellano, L. (16 de Mayo de 2021). *Megabuques portacontenedores: así se mueve el 80% del comercio internacional*. The Conversation. Obtenido de <https://theconversation.com/>

International Monetary Fund. (2021). *Brazil: IMF Country Report No. 21/217*. Washington, D.C.: International Monetary Fund.

Kwok, D., & Parra-Bernal, G. (3 de Septiembre de 2017). *China Merchants buys control of Brazil's most profitable port*. Reuters. Obtenido de <https://www.reuters.com/>

Loes, A., Machado, T. A., Jaime, A., Zamfir, I., Waever, S., Paiva, G. F., . . . Nogueira, J. M. (2021). *Brazil: A Lower Growth & Higher Rates Unusual Mix*. Morgan Stanley Research.

Milberg, J. (2021). *Santos Brasil: Risk Reward Update*. Morgan Stanley Research.

Milberg, J., & Lourencao, J. C. (2021). *Santos Brasil: Charting a New Course in 2021; Initiate at Overweight*. Morgan Stanley Research.

Milberg, J., & Lourencao, J. C. (2021). *Santos Brasil: 4Q20: Solid Operating Results*. Morgan Stanley Research.

Milberg, J., & Lourencao, J. C. (2021). *Santos Brasil: A Beat & An Encouraging Container Volume Trend*. Morgan Stanley Research.

Milberg, J., & Lourencao, J. C. (2021). *Santos Brasil: Boosting Estimates & PT, Remain OW*. Morgan Stanley Research.

Milberg, J., & Lourencao, J. C. (2021). *Santos Brasil: Favorable Outcome with Maersk Agreement*. Morgan Stanley Research.

Milberg, J., & Lourencao, J. C. (2021). *Santos Brasil: STBP Wins 3 New Port Terminals*. Morgan Stanley Research.

Milberg, J., Lourencao, J. C., & Fogetti, P. H. (2021). *Santos Brasil: In-Line 2Q21; Upward Guidance Revision*. Morgan Stanley Research.



Milberg, J., Lourencao, J. C., & Fogetti, P. H. (2021). *Santos Brasil: Model Update*. Morgan Stanley Research.

Sánchez, R. J., & Barleta, E. (2018). *Reflexiones sobre el futuro de los puertos de contenedores por el nuevo comportamiento de la contenedorización*. CEPAL.

Tradenews. (14 de abril de 2021). *Brasil moderniza su legislación portuaria para recibir más inversiones*. Tradenews. Obtenido de <https://tradenews.com.ar/>

Tradenews. (9 de marzo de 2021). *Con los 15 metros de dragado, Santos ya recibió la autorización para operar buques de 366 metros de eslora*. Trade News. Obtenido de <https://tradenews.com.ar>

UNCTAD. (23 de abril de 2021). *El transporte marítimo durante el COVID-19: por qué se han disparado los fletes de los contenedores*. Obtenido de <https://unctad.org/>

World Bank. (2021). *Global Economic Prospects, June 2021*. Washington, DC: World Bank. doi:10.1596/978-1-4648-1665-9

## 13 Sitios Web

Agência Nacional de Transportes Aquaviários (ANTAQ)

<https://www.gov.br/antag/pt-br>

Agência Nacional de Transportes Aquaviários (ANTAQ) - Estatístico Aquaviário

<http://anuario.antag.gov.br/QvAJAZfc/opendoc.htm?document=painel%5Cantag%20-%20anuario%202014%20-%20v0.9.3.qvw&lang=pt-BR&host=QVS%40graneleiro&anonymous=true>

Ministério da Infraestrutura <https://www.gov.br/infraestrutura/pt-br>

Santos Brasil Investor Relations <http://ri.santosbrasil.com.br/en/>

Santos Port Authority <http://www.portodesantos.com.br/>

Secretaria Especial de Comércio Exterior e Assuntos Internacionais

<https://www.gov.br/produtividade-e-comercio-exterior/pt-br/assuntos/comercio-exterior/estatisticas/balanca-comercial-brasileira-acumulado-do-ano>

Programa de Parcerias de Investimentos <https://www.ppi.gov.br/index.php>