

## Sector Industrial: Flujo aéreo con perspectiva positiva, tarifas navieras reversarían.

### Resumen

La pandemia afectó fuertemente al sector industrial a nivel global, obligando a interrumpir las operaciones de las empresas navieras y aerolíneas en el mundo. Por un lado, las navieras percibieron aumento en las tarifas navieras dada la disrupción de la cadena logística. Las aerolíneas, en su caso, vivieron el escenario contrario, obligadas a detener sus actividades, lo que generó un estrés financiero en muchas de ellas. La recuperación de ambos rubros también ha sido en sentidos opuestos, con aerolíneas que han logrado aumentar su capacidad de ocupación y mantener precios elevados para pasajes, sin entrar en una guerra de precios, mientras que las navieras han disminuido considerablemente sus tarifas, las que han revertido a niveles previos a la pandemia y ajustaron los márgenes de estas.

Para el 2024, esperamos que **Latam Airlines** muestre fuertes números con aumento en la capacidad que se traduce en mayores ingresos. El aumento en ASK (Asiento-Kilómetro-Disponible) debiese estar acompañado de RPKs (Ingreso-Disponible-Kilómetro) particularmente por el segmento internacional que ha logrado recuperarse, pero que aún tiene espacio de crecimiento. Los segmentos de viajes en los países de habla hispana debiesen tener un menor crecimiento, al igual que Brasil, pero dependiendo de si LTM es capaz de cautivar a los clientes de las aerolíneas que cerraron en Colombia y la entrada en el capítulo II de GOL en Brasil. En un futuro esperamos que vuelva a estabilizarse la operación, con márgenes que se ajustan a su promedio histórico.

CSAV tiene el 30% de la propiedad de la compañía alemana **Hapag-Lloyd (HL)**, siendo este su principal activo. Esperamos que este año los flujos de la naviera muestre un descenso en sus ingresos respecto al 2023, a pesar de que el conflicto en el Mar Rojo ha aumentado las tarifas para esa ruta en particular. Lo anterior no alcanzará a ser contrarrestado por los flujos de la compra del negocio portuario de SAAM y de las otras compras de puertos que realizó Hapag-Lloyd durante el 2023.

**Con todo, actualizamos nuestros precios objetivos a 12 meses para Vapores y LTM, en \$56 y \$16,6, respectivamente. Vemos un espacio de valorización atractivo para la acción de LTM, por lo que entregamos una recomendación de sobreponderar, aunque advertimos sobre el riesgo intrínseco de la industria que podrían poner en riesgo los flujos futuros de esta. En el caso de Vapores, entregamos una recomendación subponderar sobre el papel, ya que esperamos márgenes que vuelven a ajustarse en el futuro para HL.**

**Roberto Valladares R.**  
Analista Senior Sector  
Commodities e Industrial  
[roberto.valladares@security.cl](mailto:roberto.valladares@security.cl)

**Nicolás Libuy I.**  
Subgerente Renta Variable Local  
[nicolas.libuy@security.cl](mailto:nicolas.libuy@security.cl)

**Felipe Jaque S.**  
Economista jefe  
[felipe.jaque@security.cl](mailto:felipe.jaque@security.cl)

### Cuadro 1: Resumen Recomendación

Empresa	Recomendación	Precio Objetivo	P/U Forward	EV/Ebitda Forward	Dividend Yield
LTM	Sobreponderar	\$16,6	9,6	5,8	4,3%*
Vapores	Subponderar	\$56	15,7	-	33,7%*

\* No considera dividendos provisorios

## Foco apunta a eficiencias y segmento internacional

El sistema aéreo mundial fue fuertemente golpeado con la pandemia, con un gran número de compañías entrando en procesos de quiebra y reestructuración. En esa línea, Latam Airlines, en el marco del proceso derivado de Capítulo II, realizó (entre otras medidas) renegociaciones de contratos con proveedores, nueva emisión de deuda, incluidos bonos convertibles, y un aumento de capital, con el propósito de mejorar su estructura de costos y bajar sus niveles endeudamiento.

Durante 2023, los ingresos fueron reflejando un incremento constante en el tráfico aéreo a niveles previos a la pandemia, lo que favoreció a Latam Airlines en todos sus segmentos, destacando particularmente el segmento de viajes internacionales y en Brasil. Por otro lado, el fin de las operaciones de algunas compañías luego de la pandemia dejó un mayor espacio en el mercado, lo cual ha sido una oportunidad de aumentar participación para operadores que siguieron vigentes. De manera más reciente, el aumento de las rutas internacionales por parte de Latam ha ayudado a la recuperación de los RPK en ese segmento.

Para el 2024, esperamos un Ebitda cercano a US\$ 2.791 millones (+17,5% a/a) y un EBITDAR de US\$ 2.895 millones (+17,4% a/a), lo que corresponde a un margen sobre ingresos de 21% y 21,8%, respectivamente. Los aumentos anteriores se explicarían principalmente por la incorporación de nueva flota, elevando su capacidad disponible, pero esto sería a un ritmo menos acelerado que los vistos previos a la pandemia. Esperamos que a medida que el tráfico aéreo retome crecimientos normales, la empresa volvería a un factor de ocupación en línea con su promedio de 83% hacia 2025. Una situación similar se observaría en el negocio de carga, con un factor de 54% en 2024 y que se mantendría en el largo plazo.

Por el lado de los costos, el combustible ha mostrado menores variaciones en el último periodo y los futuros indican una estabilización para el año, por lo que esperamos que esta línea de costos se enfrente a leves fluctuaciones. En cambio, remuneraciones (otro ítem de costos muy relevante), debiera aumentar a medida que la flota crezca, pero no volviendo a los niveles previos a la pandemia (como porcentaje de ingresos) gracias a las eficiencias obtenidas en su reestructuración. En términos financieros, la empresa tiene la posibilidad de refinanciar una gran parte de su deuda a mejor tasa en octubre, reduciendo así el pago de intereses en el futuro, a lo que sumaría posición de capital más sólida después de la reestructuración.

En conclusión, destacamos la recuperación que la empresa ha logrado en gran parte de su operación, pero advertimos sobre posibles readecuaciones en costos y tráfico como consecuencia de mercados más normalizados, mayor competitividad en precios o requerimientos de capital que podrían presionar los flujos futuros de la compañía, aspectos que estarían mayormente internalizados en su actual valorización.

### Riesgos

- ↓ Mayor volatilidad y apalancamiento de la industria aérea expone a la compañía a escenarios más estresados respecto a otros emisores.
- ↑ Captación de demanda desatendida en Colombia y Brasil.
- ↓ Efectos inflacionarios en costos que afecten márgenes.
- ↑ Eficiencias operacionales generadas por la reestructuración que perduren por mayor tiempo.
- ↓ Comportamiento más agresivo en precios por parte de competidores en mercados relevantes para la compañía.
- ↓ Adquisición de nueva flota que tome más tiempo a lo esperado por complicaciones en entrega de los proveedores.

## LATAM AIRLINES S.A.

**Recomendación:** Sobreponderar

**Precio Objetivo:** \$16,6

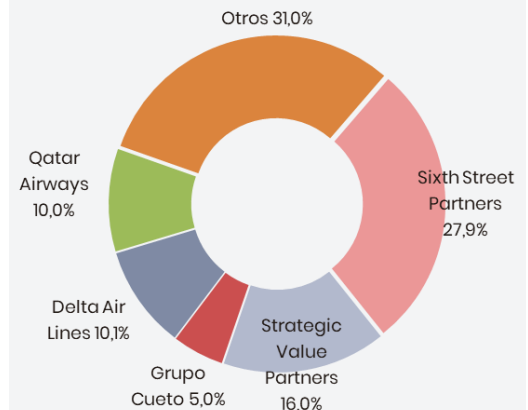
### INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	LTM
Riesgo	Alto
Precio Objetivo 12m (\$)	16,6
Precio Actual (\$)	12,20
Fecha Informe	27-marzo-24
Precio Min/Max 12M (\$)	5,00 / 12,44
Market Cap (MMUS\$)	7.424
Volumen Diario (MMS)*	8.674
Nº Acciones (millones)	604.438
Free Float	47%
Peso IPSA	4,45%
Dividend Yield 12M	0,0%

Fuente: Bloomberg

\* Promedio últimos 3 meses

### Estructura de Propiedad

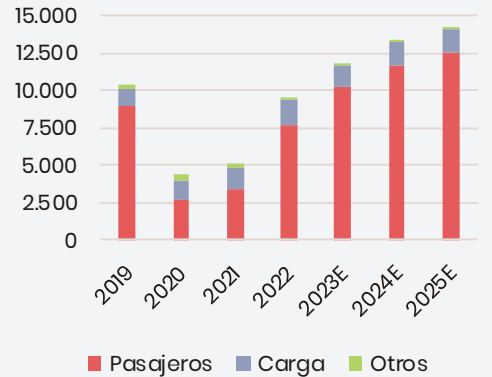


Fuente: Memoria 2023

**Estado de Resultados**

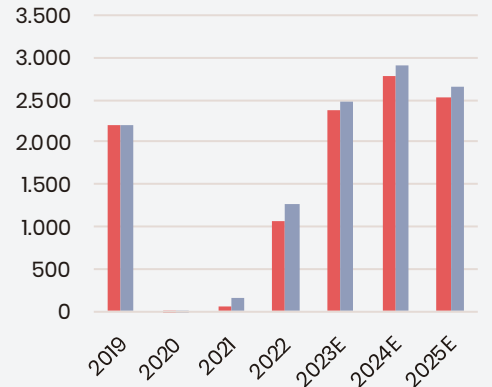
PASAJEROS POR KILÓMETRO TRANSPORTADOS (RPK)	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Internacional	41.129	57.340	66.911	70.257	73.067
Doméstico - Brasil	32.505	36.185	39.221	41.182	42.006
Doméstico - SSC	23.385	24.970	28.160	30.231	30.534
ESTADO DE RESULTADOS (MM US\$)					
Ingresos	9.517	11.789	13.298	14.167	14.830
Variación (%)	86,2%	23,9%	12,8%	6,5%	4,7%
Resultado Operacional	-121	1.169	1.484	1.275	964
Variación (%)	-89,2%	-1064,1%	26,9%	-14,1%	-24,4%
Margen Operacional (%)	-1,3%	9,9%	11,2%	9,0%	6,5%
EBITDA	1.058	2.375	2.791	2.535	2.220
Variación (%)	2194,6%	124,4%	17,5%	-9,2%	-12,4%
Margen EBITDA (%)	11,1%	20,1%	21,0%	17,9%	15,0%
Utilidad Neta	1.336	582	539	513	327
Variación (%)	N/A	-56,5%	-7,4%	-4,8%	-36,3%
Margen Neto	14,0%	4,9%	4,0%	3,6%	2,2%
INDICADORES DE CRÉDITO					
Deuda/Activos (%)	82,2%	76,0%	76,8%	70,8%	70,7%
EBITDAR/Gastos Fin. Aj. (x)	1,34	3,53	3,78	4,48	4,44
Liquidez Corriente (x)	0,69	0,74	0,75	0,72	0,69
Deuda Neta Aj./EBITDAR (x)	5,14	2,31	2,02	2,32	2,68
Deuda Financiera (MMUSD)	10.862	11.150	12.063	11.884	12.070
VALORIZACIONES					
Precio de cierre (\$)	5,6	9,5	-	-	-
Precio Utilidad (x)	2,9	11,2	21,2	23,9	36,8
EV/EBITDA (x)	9,8	5,1	6,2	7,2	8,2
Bolsa Libro (x)	127,9	14,9	16,2	12,8	11,2
Precio Ventas (x)	0,4	0,6	0,9	0,9	0,8
ROA (%)	10,1%	4,0%	3,4%	3,1%	1,9%
ROE (%)	4354,4%	132,8%	76,1%	53,6%	30,3%

**Ingresos por Segmento (MMUS\$)**



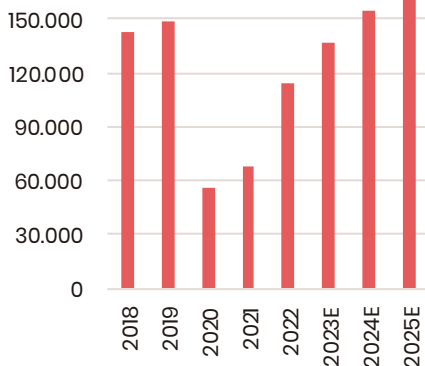
Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

**EBITDA y EBITDAR (MMUS\$)**

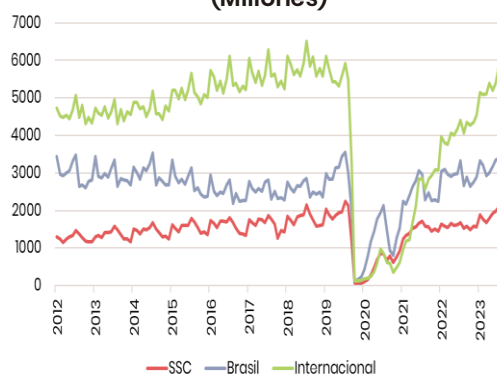


Fuente: Información Empresa y Estudios Security

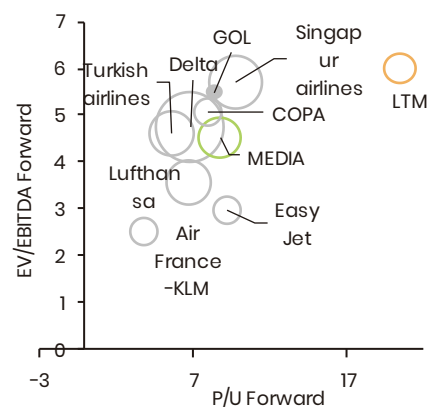
**Capacidad Disponible (medido como ASK) (Millones)**



**Pasajeros por kilómetro transportado mensual (RPK) (Millones)**



**Múltiplos Comparables 23'**



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

## Riesgos geopolíticos con impactos acotados.

- La empresa propietaria del 30% de la Hapag-Lloyd, ha vivido un periodo de reorganización en los últimos años, esto tras la toma de control por parte de Quiñenco y la fusión con la naviera alemana Hapag-Lloyd. El reciente conflicto en el Mar Rojo ha generado un nuevo interés por el papel debido que ha llevado a un aumento en las tarifas navieras.
- La congestión naviera mundial por efectos de la pandemia se disipó como era de esperarse, pero hemos visto que el cambio de rutas para ciertas naves ha generado que los barcos tengan que detenerse en puertos para cumplir con sus entregas. También, las nuevas políticas medioambientales que se han aplicado han afectado a los costos de las navieras. Por otro lado, un descenso de la flota mundial que no cumple con exigencias de contaminación tendría implicancias en la flota mundial hacia el 2026 o 2027.
- Hapag-Lloyd (HL) ha mostrado tener un plan de expansión más moderado respecto a otros operadores del rubro, con órdenes para compras de barcos que añadirían una capacidad cercana al 15% en un periodo de 2 años, contra un 20% promedio en la industria.
- Por su parte, el acuerdo de compra de HL de los activos logísticos y portuarios de SAAM ha aportado tanto a la diversificación del negocio de la naviera como en la generación de flujos más estables para la compañía. Con esto, HL adquirió 10 terminales en 6 países de América y la totalidad del negocio terrestre, lo cual representó un desembolso de US\$ 1.000 millones y espera generar un EBITDA proveniente del negocio de US\$ 100 millones anuales.
- El anuncio del pago de dividendo por parte de Vapores y HP ha sido positivo para la empresa, mostrando un nivel de reparto en sintonía con su historia y el contexto actual. Nuestro escenario base considera que HL pague un dividendo de 65% de su utilidad, lo que implicaría un dividendo potencial para los próximos 12 meses de \$24,3 por acción a pagar por Vapores considerando el ejercicio 2024 y los dividendos anunciados para mayo 2024. Lo anterior podría aumentar o disminuir dependiendo de las fechas en que se haga entrega de las retenciones en Alemania y el tipo de cambio al momento del pago.

### Riesgos

- ↑ Precios de los fletes se mantienen elevados por mayor tiempo a los esperado debido al conflicto en el Mar Rojo.
- ↓ Cambios en las regulaciones medioambientales que generen mayores costos para la compañía.
- ↓ Sobreoferta de naves marítimas como las ocurridas en la década del 2000, afectando precios y aumentando costos por barcos estacionados en puertos.
- ↓ Tipo de cambio cae, reduciendo dividendo pagado.
- ↓ Demora en los pagos provenientes de los dividendos de Alemania.

## VAPORES

**Recomendación:** Subponderar

**Precio Objetivo:** \$56

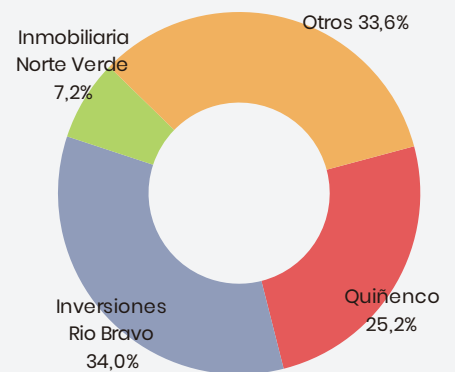
### INFORMACIÓN RELEVANTE

<b>Ticker BCS</b>	VAPORES
<b>Riesgo</b>	Alto
<b>P.O. Hapag-Lloyd (US\$)</b>	112,5
<b>Precio Objetivo (\$)</b>	56
<b>Precio Actual (\$)</b>	72,5
<b>Fecha Informe</b>	27-marzo-24
<b>Precio Min/Max 12M (\$)</b>	48 / 88,9
<b>Market Cap (MMUS\$)</b>	3.786
<b>Volumen Diario (MMS)*</b>	4.164
<b>Nº Acciones (millones)</b>	51.320
<b>Free Float</b>	33,5%
<b>Peso IPSA</b>	2,62%
<b>Dividend Yield 12M</b>	43,4%

Fuente: Bloomberg

\* Promedio últimos 3 meses

### Estructura de Propiedad

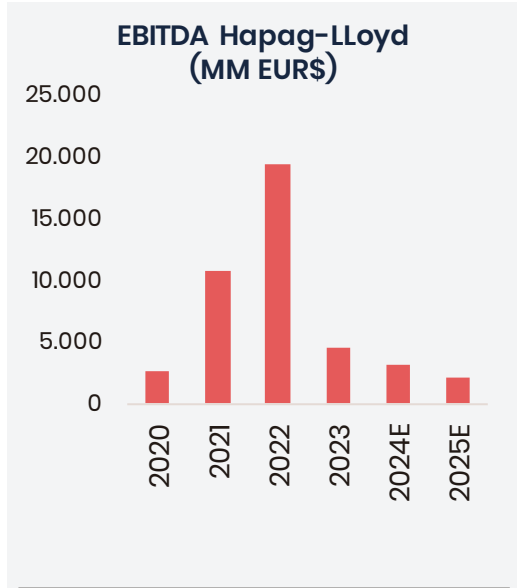


Fuente: Compañía y Estudios Security.

**VAPORES** | Sector: Industrial | Recomendación: Subponderar | P. Actual (\$): 72,5 | P. Objetivo (\$): 56

**Estado de Resultados**

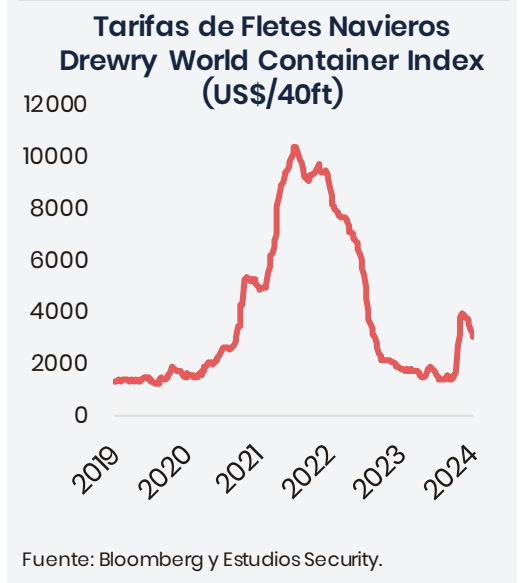
ESTADO DE RESULTADOS	2022	2023	2024e	2025e	2025e
<b>Hapag-Lloyd (MM EUR\$)</b>					
Ingresos	34.543	17.949	16.367	15.578	15.892
Variación (%)	55%	-48%	-9%	-5%	2%
Resultado Operacional	17.398	2.556	1.239	262	88
Variación (%)	86%	-85%	-52%	-79%	-66%
Margen Operacional (%)	50%	14%	8%	2%	1%
EBITDA	19.392	4.507	3.234	2150	1.880
Variación (%)	79%	-77%	-28%	-34%	-13%
Margen EBITDA (%)	56%	25%	20%	14%	12%
Utilidad Neta	17.030	2.959	1.267	447	329
Variación (%)	88%	-83%	-57%	-65%	-26%
Margen Neto	49%	16%	8%	3%	2%



La siguiente tabla muestra el cálculo del precio objetivo para la acción de Vapores a través de método NAV (Net Asset Value).

Valorización CSAV	
P.O. Hapag-Lloyd (US\$)	\$118
Nº Acciones H-L MM	175,8
Participación CSAV	30%
IER MMUSD	6227
Caja Vapores	278
Deuda Neta CSAV	- 277
GAV Perpetuidad CSAV	- 222
Nº Acciones CSAV MM	51.320
Precio CSAV (sin desc.)	\$112,5
Descuento por Holding	50%
P.O. CSAV	\$56

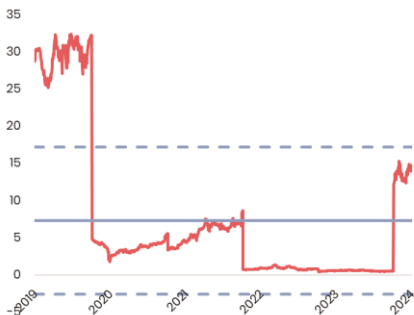
El gráfico de "Ratio Market Cap" compara la valorización relativa entre Vapores y su filial Hapag-Lloyd en los últimos 5 años.



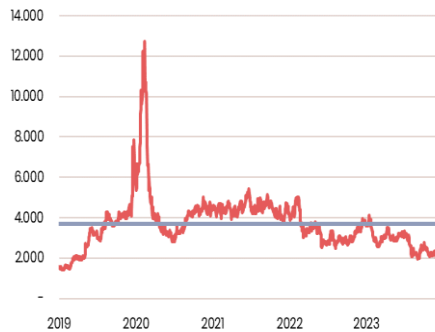
Empresa	Recomen-dación	Precio Objetivo	Dividendo Estimado	Dividend Yield E.
<b>CSAV</b>	Subponderar	\$56	\$24,3	33,7%

Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

**P/U Trailing**

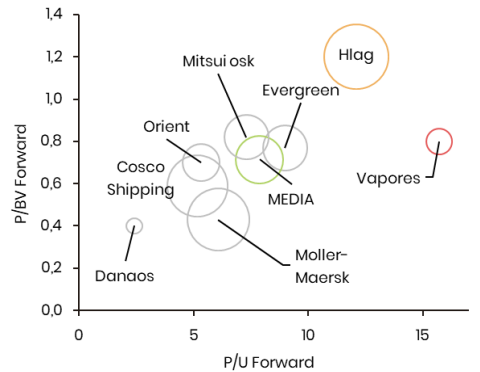


**Ratio Market Cap Hapag/Vapores**



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

**Comparables**



## Quiñenco:

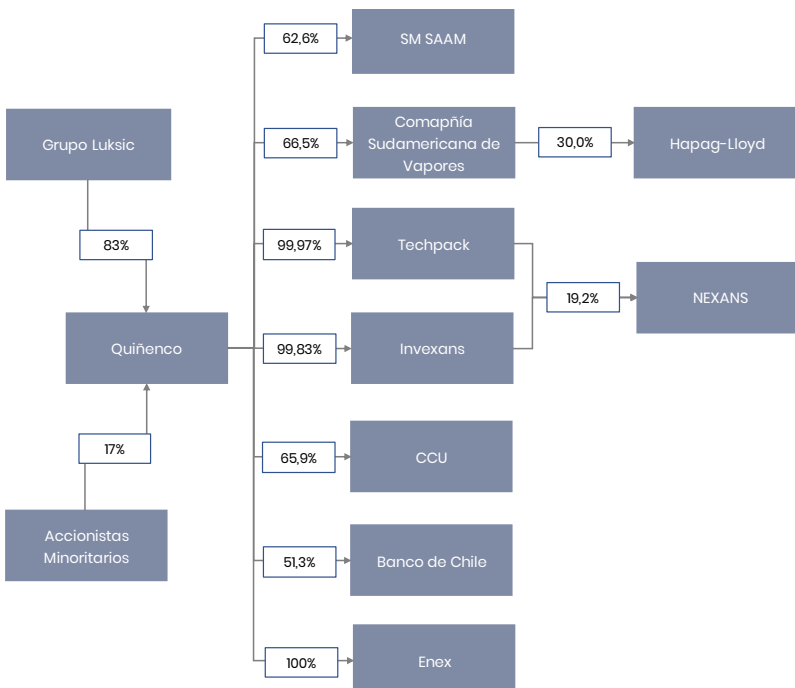
Quiñenco es actualmente el holding más grande a nivel bursátil. Cuenta con participación en diversos sectores económicos como es el sector financiero, de energía, manufacturero, consumo, de transporte marítimo y servicios portuarios. El 83% del holding pertenece a la familia Luksic y gestiona cerca de US\$ 105 billones en activos, entre los cuales destacan:

**VAPORES:** Uno de sus principales negocios (25% del NAV). Posee el 30% de la naviera alemana Hapag-Lloyd que opera 252 barcos y cerca de 11,9 millones de TEU, siendo una de las navieras líderes a nivel global. Vapores ha generado ganancias para el holding de la magnitud de US\$ 5,6 billones aproximadamente en los últimos doce meses.

**BANCO DE CHILE:** El banco alcanzó una utilidad de USD \$1.269 millones durante 2023, con una participación de mercado de 14,8% sobre colocaciones en Chile (3er puesto), obteniendo un destacado retorno sobre el capital de 24,6% durante los últimos doce meses, sobre el 15,1% registrado por la industria. Representa cerca del 36% del NAV del holding ([ver informe Bancario – página 4](#)).

**CCU:** La compañía acumuló ganancias por US\$ 107 millones durante 2023, con un volumen de 33,1 millones de hectólitros como resultado de operaciones en 6 países de Latinoamérica y 35 plantas productivas. Alcanza una participación de mercado de 30,4% y participa en las categorías de bebidas gaseosas, cervezas, aguas minerales y envasadas, néctares, sidra, vino y pisco, entre otros. Representa un 11% del NAV de Quiñenco ([ver informe Consumo – página 4](#)).

## Estructura de Propiedad Simplificada:



\* Elaboración propia Área de Estudios Grupo Security en base a información pública

## QUIÑENCO

Recomendación: Subponderar

Precio Objetivo: \$2.250

### INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	QUINENCO
Riesgo	Medio
Precio Actual (\$)	3.415
Fecha Informe	28-mar-24
Precio Min/Max 12M (\$)	2.350 / 3.540
Market Cap (MM\$)	5.707
Volumen Diario (MM\$)*	1218,2
Free Float	28%
Peso IPSA	2,32%
Dividend Yield 12M	18,7%

Fuente: Bloomberg

\* Promedio últimos 3 meses

NAV (*) (MM\$)	7.734.781
Caja (MM\$)	918.876
Deuda holding (MM\$)	-1.546.315
GAV holding (MM\$)	-301.465
Total Patrimonio (MM\$)	6.805.876
# acciones (millones)	1.663
Descuento holding (**)	45%
P.O. Quiñenco (\$/acc)	2.250

Fuente: CMF Chile, Compañía y Estudios Security.

(\*) Net Asset Value (NAV): Se utilizan precios objetivos de activos bajo cobertura (link de informes en párrafo respectivo) ponderado por su respectiva participación en la propiedad. Para activos sin cobertura, se utiliza valor libro más reciente.

(\*\*) En base a comparación histórica.

### Descuento por Holding Histórico



Fuente: Bolsa de Comercio y Estudios Security.

# DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

**Felipe Jaque S.**  
Economista Jefe  
*felipe.jaque@security.cl*

**Paulina Barahona N.**  
Subgerente Renta Fija Corporativa  
*paulina.barahona@security.cl*

**Eduardo Salas V.**  
Economista Senior  
*eduardo.salas@security.cl*

**Roberto Valladares R.**  
Analista Senior de Inversiones  
*roberto.valladares@security.cl*

**Juan Ignacio Vicencio F.**  
Analista de Inversiones  
*juan.vicencio@security.cl*

**César Guzmán B.**  
Gerente Macroeconomía  
*cesar.guzman@security.cl*

**Nicolás Libuy I.**  
Subgerente Renta Variable Local  
*nicolas.libuy@security.cl*

**Marcela Calisto H.**  
Economista  
*marcela.calisto@security.cl*

**Felipe Molina R.**  
Analista de Inversiones  
*felipe.molinar@security.cl*

**Josefina Koljatic S.**  
Analista de Inversiones  
*josefina.koljatic@security.cl*

Este informe es proporcionado únicamente con fines de orientación e información general, por lo que, en ningún caso él debe emplearse o considerarse como asesoría de inversión y/o financiera, recomendación, y/o oferta a firme de compra ni venta de valores. Asimismo, este informe no es un documento de oferta, por lo que no compromete a Grupo Security ni a sus filiales o empresas relacionadas a ningún acto. Este informe ha sido preparado en base a información pública, proveniente de fuentes a nuestro juicio confiables, la que, por tanto, a nuestro mejor saber y entender, se ajusta a los hechos y no contiene omisiones que puedan afectar su comprensión. Sin embargo, podría contener, eventualmente, errores, los que, no son atribuibles a, ni aceptados como propios por los autores de este informe, Grupo Security y sus filiales. Si bien hemos tomado precauciones razonables para que la información tenida en cuenta al tiempo de la elaboración de este informe se mantuviera actualizada, no podemos asegurar que ella no haya variado durante su elaboración y emisión. Asimismo, la información contenida aquí puede estar sujeta a cambios sin previo aviso. Los precios, estimaciones o valores indicados están sujetas a riesgos, incertidumbres y otros factores que pueden provocar que los eventos reales difieran materialmente de cualquier desarrollo anticipado, y, por tanto, pueden presentar variaciones con respecto a lo informado. Los inversionistas deben comprender que (i) las proyecciones futuras pueden no concretarse y (ii) el rendimiento pasado no es necesariamente una guía para el rendimiento futuro. Todas las inversiones mencionadas en este informe tienen riesgo de pérdida. Este informe no garantiza que las proyecciones contenidas en él estén libres de error. Ni los autores de este informe, ni Grupo Security y sus filiales hacen representación o garantía, expresa o implícita, sobre la precisión, completitud o integridad de este informe, por lo que ellos no asumen responsabilidad frente a ninguna persona por el empleo, uso o comprensión de este informe ni por la información contenida en él. Este informe no tiene en cuenta objetivos de inversión específicos, situación financiera o necesidades particulares de ninguna persona específica, por lo que las inversiones especificadas en él pueden no resultar adecuadas para todos los inversionistas. Éstos deben tomar sus propias decisiones según sus objetivos, horizontes de inversión, y sus niveles de riesgo específicos. En el caso de la renta variable local, sus valorizaciones se efectúan a través de un modelo de descuento de flujos de caja proyectados, cuya tasa de descuento se basa en un modelo de costo de capital ponderado. Los autores de este informe se encuentran sujetos a estrictas reglas de inversión con el objeto de evitar potenciales conflictos de interés, por lo que no hay conflicto que informar. Para más información sobre estas reglas, por favor dirigirse al siguiente link: [\[Reglamento\]](#). Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada o duplicada por cualquier forma o medio, o (ii) redistribuida sin el previo consentimiento escrito de Grupo Security.