



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde envío anterior

Analista
Carlos García B.
Tel. (56-2) 2433 5200
carlos.garcia@humphreys.cl

LATAM Airlines Group S.A.

Noviembre 2013

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16°
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 2433 52 00 – Fax 2433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Acciones Tendencia	Primera Clase Nivel 2 Estable
Otros Instrumentos	No hay
EEFF base	30 de septiembre de 2013

Estado de Resultados Consolidado, IFRS						
M US\$	2009	2010	2011	2012	Ene-Sept 2012	Ene-Sept 2013
Total Ingresos	3.519.162	4.390.502	5.585.440	9.710.372	6.313.658	9.608.395
Costo de Ventas	-2.522.778	-3.012.698	-4.078.598	-7.634.453	-4.931.545	-7.571.631
Total Gastos de Administración y Distribución	-697.035	-715.348	-885.545	-1.692.273	-1.110.169	-1.584.639
Resultado Operacional	423.972	628.292	506.651	246.218	207.995	373.331
Gastos Financieros	-153.109	-155.279	-139.077	-294.598	-185.728	-340.220
Ganancia (Pérdida)	233.032	420.925	320.571	-5.642	50.922	-229.153
EBITDA	727.860	964.783	911.323	1.031.105	702.670	1.164.892

Balance General Consolidado, IFRS					
M US\$	31-dic-09	31-dic-10	31-dic-11	31-dic-12	30-sept-13
Activos Corrientes	1.408.971	1.533.069	1.343.351	3.324.186	4.291.914
Activos No Corrientes	4.363.001	5.252.828	6.305.308	19.002.153	17.928.421
Total de Activos	5.771.972	6.785.897	7.648.659	22.326.339	22.220.335
Pasivos Corrientes	1.523.339	2.144.019	2.322.079	6.297.567	7.042.882
Pasivos No Corrientes	3.142.707	3.341.818	3.869.208	10.808.087	10.411.449
Total de Pasivos	4.666.046	5.485.837	6.191.287	17.105.654	17.454.331
Patrimonio Total	1.105.926	1.300.060	1.457.372	5.220.685	4.766.004
Total de Patrimonio y Pasivos	5.771.972	6.785.897	7.648.659	22.326.339	22.220.335
Deuda Financiera	2.861.110	3.104.972	3.691.393	9.746.187	10.255.506

Opinión

Fundamento de la Clasificación

LATAM Airlines S.A. (LATAM) es una compañía chilena creada en 1929 y dedicada al transporte aéreo de pasajeros y de carga. La empresa tiene presencia global, aunque su mercado geográfico más relevante es América de Sur y América del Norte. En junio de 2012 se concretó la fusión con la aerolínea brasileña TAM, convirtiéndose así en uno de los doce grupos aéreos más grandes del mundo en términos de pasajeros, con más de 135 destinos y 22 países (pasajeros) y 144 destinos en 27 países (carga).

A la fecha, la compañía mantiene operaciones de pasajeros en Chile, Argentina, Brasil, Perú, Ecuador, Colombia y Paraguay. El controlador es el grupo Cueto, con cerca del 26% de participación accionaria.

En 2012 el emisor generó ingresos totales por US\$ 9.710 millones, un EBITDA de US\$ 1.031 millones y una pérdida de US\$ 5,6 millones. Al 30 de septiembre de 2013, su deuda financiera ascendía a US\$ 10.256 millones.

La clasificación de los títulos accionarios de **LATAM**, en "*Primera Clase Nivel 2*", responde tanto a la adecuada solvencia del emisor, que califica en grado de inversión, como a la elevada liquidez bursátil de los instrumentos de capital.

La adecuada solvencia de **LATAM** se fundamenta en que, en sus orígenes como LAN, ha logrado desarrollar un modelo de negocio que alcanza apropiados niveles de competitividad y que ha sostenido el crecimiento experimentado por sus operaciones en los últimos años. A ello se suma la fusión con TAM, empresa de fuerte presencia en Brasil, primera economía de Sud América y una de las principales del mundo, con más de 200 millones de habitantes. La clasificadora entiende que se mantendrá la estrategia de crecimiento del emisor cuyo plan de desarrollo descansa en una flota de transporte comparativamente moderna, la cual, además de su eficiencia en términos de consumo de combustible, permite mantener a los aviones una mayor cantidad de horas en vuelo, optimizando la programación y cobertura de las rutas de viajes.

Las acciones poseen una alta liquidez en la bolsa local, lo cual queda de manifiesto por la presencia mensual ajustada de 100% durante un periodo mayor a cinco años, incluyendo los últimos doce meses.

Conjuntamente, la clasificación de riesgo se ve favorecida por su escala de operaciones, situándose actualmente como la aerolínea de mayor cobertura en Latinoamérica, disponiendo de la mayor red de rutas y destinos, ofreciendo de esa forma un servicio más amplio a sus clientes, situación que se ve fuertemente reforzada y potenciada por la mayor presencia ahora en Brasil, destino que concentra el 3,3% del tráfico mundial¹. Complementariamente, la clasificación considera favorablemente la ampliación en la cobertura de los servicios de la compañía lograda a través de la suscripción de alianzas bilaterales y multilaterales. Destaca entre ellas *OneWorld*, una asociación de doce aerolíneas líderes a nivel mundial que permiten a **LATAM** ofrecer a sus clientes un mayor número de destinos finales.

¹ De acuerdo a cálculos entregados por la compañía.

Otro elemento positivo que incorpora la evaluación de riesgo es la activa participación del emisor en el negocio de carga. Ello contribuye a maximizar el espacio utilizado en transporte de cada avión, alcanzando con ello una mayor rentabilidad por aeronave. No obstante, se reconoce que tras la fusión disminuyó la importancia relativa de los ingresos de carga. De acuerdo a lo señalado por la emisora, la administración se encuentra focalizada en incorporar la capacidad de carga “*bellie*” disponible en aviones de pasajeros de TAM a la oferta de la unidad de carga de la compañía y, además, en traspasar las mejores prácticas. Todo lo anterior repercute en un modelo de negocios que a la fecha se considera exitoso, que ha generado importantes ventajas en términos logísticos y de escala, así como de posicionamiento de mercado respecto a la marca. No obstante, se entiende que dada la magnitud de la fusión, la sociedad deberá mostrar en los hechos su capacidad para lograr los mismos niveles de rentabilidad exhibidos hasta la fecha.

En contraste con lo anterior, y dentro de los elementos de riesgo que enfrenta la sociedad, se tiene en consideración el comparativamente elevado riesgo propio del mercado en el cual ella se desenvuelve. Este rubro se caracteriza por la alta volatilidad de la demanda (que puede verse influida por eventos externos no controlables), por la recurrencia de la entrada de operadores que compiten por precio, y por los riesgos propios de la inversión en aviones. También se considera como riesgo el que una elevada parte de sus ingresos se genere en filiales situadas en otros países, los que poseen clasificaciones soberanas de riesgo inferiores a la de Chile, y el que una proporción alta de los costos del rubro correspondan a combustibles, cuyos precios tienden a ser bastante volátiles. Por otro lado, se debe tener en cuenta que si bien, la fusión ya está materializada, existen riesgos propios asociados principalmente al descalce de monedas. En efecto, la depreciación del real ha tenido un fuerte impacto considerando que los activos de TAM están en reales y los pasivos en dólares, situación que se busca solucionar en el mediano plazo.

Todo lo anterior, se debe conjugar con el hecho de que la fusión implica un incremento en la deuda relativa del emisor y en su perfil de pago, con estrechez en 2014. También, dada la pérdida de importancia relativa del transporte de carga, línea de negocio que contribuye a fortalecer el margen de la compañía, es factible esperar una baja en la relación entre EBITDA e ingresos, más allá de los recientes efectos de la depreciación del real en el margen de la compañía.

La perspectiva de la clasificación de acciones de **LATAM** se califica “*Estable*”, por cuanto no se visualizan en el corto plazo modificaciones relevantes en los factores que según **Humphreys** determinan la capacidad de pago de la compañía así como en su presencia promedio en el mercado. Sin perjuicio de ello, la clasificadora seguirá con especial atención los efectos de la fusión sobre el desarrollo de la compañía, esperando que dentro de los doce meses siguientes se comience, al menos, a visualizar efectos positivos de la fusión.

Para un eventual aumento en la clasificación de riesgo, se espera que la empresa reduzca en forma importante su endeudamiento relativo, ya sea vía pago de pasivos y/o incremento en los flujos producto de las sinergias que le reporte la fusión. Además, esta clasificadora analizará los usos que se den al aumento de capital que se está materializando.

En contraposición, para la mantención de la clasificación se espera que la fusión permita alcanzar sinergias y que en el mediano plazo no conlleve, finalmente, a caídas de relevancia en la rentabilidad de los activos.

Definición de categoría de riesgo

Primera Clase Nivel 2

Corresponde a aquellos títulos accionarios que presentan una muy buena combinación de solvencia y estabilidad en la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

Estable

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

Hechos recientes

Resultados 2012

En 2012 la empresa generó ingresos de explotación por US\$ 9.710 millones, lo que representó un aumento de casi 74% respecto de 2011, explicado por el incremento de 99% de los ingresos de pasajeros, de 10,6% en los ingresos de carga y 65,8% en el ítem otros ingresos.

Respecto de los ingresos de pasajeros, que alcanzan a US\$ 7.963 millones, éstos se incrementan en US\$ 3.438 millones por efecto de la combinación de negocios con TAM. Si se excluye este efecto, la variación se explica, principalmente, por un alza de 12% en la capacidad de pasajeros medida en ASKs y un aumento de 0,9% de los ingresos unitarios por ASK.

En cuanto a los ingresos de carga, que alcanzaron a US\$ 1.744 millones, la incorporación de TAM significó un incremento de MUS\$196 millones. Excluyendo este efecto, los ingresos de esta línea de negocios aumenta en 2,3% debido, principalmente, a un incremento de 3,3% en los *yields* y de 2,2% en los ingresos unitarios por ATK.

Por su parte, el total de costos y gastos de 2012 ascendió a US\$ 7.634 millones, incrementándose en 87%. Excluyendo el efecto por la combinación de negocios con TAM y del combustible el costo unitario por ATK aumentó 11,5%, influido, principalmente, por un aumento en remuneraciones y beneficios. Respecto del combustible, excluyendo el efecto de la combinación de negocios con TAM, su incremento responde a un alza de 7,4% en los precios y de 6,1% en el consumo.

La pérdida de 2012 alcanzó a US\$ 5,6 millones, que se compara negativamente con la ganancia de US\$ 321 millones registrada en el período anterior, e influida principalmente por una pérdida de US\$ 45 millones por efecto de la combinación de negocios con TAM.

Por su parte, el resultado operacional también experimentó una baja llegando a US\$ 276 millones, 45,5% más bajo respecto del año anterior. Con respecto al EBITDA, éste cayó 16,4%, hasta US\$ 1.061 millones. El margen EBITDA a ingresos se reduce, del mismo modo, desde 16,3% a 10,9%.

Resultados Enero-Septiembre 2013

En los tres primeros trimestres de 2013 los ingresos de **LATAM** alcanzaron a US\$ 9.608 millones, lo que representa un incremento de 52,2% respecto al mismo período del año anterior, influido por la combinación de negocios con TAM. Si se excluye este efecto, los ingresos aumentan en 1,5%, explicado por la expansión de los ingresos de pasajeros de 0,8%, mientras que los otros ingresos crecen en 35,8%, compensado parcialmente por una caída de 1,3% de los ingresos de carga. El impacto de la depreciación del real brasileño representa menores ingresos ordinarios por aproximadamente US\$ 357 millones.

En este período, el costo de ventas pasó a US\$ 4.932 millones a US\$ 7.572 millones, lo que implica un alza de 53,5%, influido por la combinación de negocios con TAM.

La pérdida para los nueve primeros meses de 2013 fue de US\$ 229 millones, influida principalmente por diferencias de cambio, como consecuencia de la depreciación del real brasileño respecto de diciembre de 2012, la cual genera una pérdida no operacional debido al descalce contable de la compañía, y que no implica salidas de caja.

Oportunidades y fortalezas

Filiales nacionales y modelo de bajo costo: **LATAM** posee filiales locales que operan vuelos dentro de Chile, Argentina, Perú, Ecuador, y Colombia, y recientemente, en Brasil debido a la fusión con TAM. En todos ellos la empresa posee una participación de mercado relevante, lo que le entrega una base de clientes elevada y potencia la demanda por vuelos en sus rutas internacionales. También se ve beneficiada por la existencia de una marca común como es **LATAM**, que además refuerza su estrategia comercial global frente a la entrada de potenciales competidores. Esta base de clientes locales también implica tener operaciones más estables, permitiéndole operar a mayor escala y de esa forma reducir costos unitarios, además de disminuir la exposición a un solo mercado, al diversificar los mercados de origen de los ingresos. Las operaciones domésticas se basan en un modelo "*low cost*" (bajo costo) que permite mejorar la eficiencia operativa y estimular de esa forma el desarrollo de estos mercados.

Alianzas: Históricamente la compañía ha operado con alianzas de vuelos, denominadas en inglés *code-sharing*, que permite a una aerolínea ofrecer servicios de transporte de pasajeros en determinadas áreas geográficas, sin necesidad de operar directamente ni tener aviones destinados a cubrir tal área. Adicionalmente **LATAM** es miembro desde 2000 de la alianza *Oneworld*, que cuenta como miembros a American Airlines (EE.UU.), British Airways (Reino Unido), Qantas (Australia) e Iberia (España), entre otras, y que le permite entregar, a través de acuerdos de códigos compartidos, un mayor número de alternativas de vuelos en Estados Unidos, Europa y Asia-Pacífico.

Baja antigüedad de la flota: **LATAM** ha definido como política tener una flota de aviones de moderna tecnología, lo que se traduce en que la antigüedad promedio de sus naves es de poco más de 6,7 años, un número bastante bajo considerando la elevada vida útil que pueden alcanzar los aviones. Esto se traduce en

menores costos de mantenimiento, menor consumo de combustible, debido a la constante incorporación de nuevas tecnologías (lo que a su vez permite tener los aviones una mayor proporción de tiempo en vuelo, reduciendo así los costos) y en una mejor oferta hacia sus clientes, transformándose con ello en una ventaja competitiva.

Negocio de carga: La empresa ha venido desarrollando activamente el negocio del transporte aéreo de carga, el que representó un 16% de los ingresos de 2012, creando especialmente para ello las filiales LAN Cargo, ABSA (Brasil), MasAir (México) y Lanco (Colombia). Para este tipo de transporte, la empresa utiliza tanto aviones de dedicación exclusiva como de pasajeros, lo que le permite disminuir el factor de ocupación de equilibrio de los vuelos, a la vez de aumentar y diversificar los ingresos, dentro de lo que es posible en este rubro. Con todo, puesto que anteriormente el negocio de carga representaba un porcentaje mayor de los ingresos de LAN, la administración deberá mostrar en los hechos que puede replicar este modelo de desarrollo en TAM y, de esa forma no provocar una baja permanente en la importancia relativa de los ingresos generados por el tráfico de carga.

Potencial de crecimiento: De acuerdo con datos del Banco Mundial, en los países desarrollados por cada 100 habitantes se producen entre 100 y más de 200 viajes al año, según el país, siendo en EE.UU. y Reino Unido de cerca de 2,3 viajes al año. En cambio, en América Latina estas cifras no superan los cincuenta viajes al año en el país con más intensidad de vuelo (Chile), lo que implica que en la medida que el ingreso per cápita de la zona vaya aumentando, la intensidad de vuelos por persona también debiera ir incrementándose, beneficiando así la actividad de las aerolíneas de la región, y en particular de **LATAM**, debido a su presencia a través de filiales locales. Por otra parte, la fusión con la empresa brasileña le abrió un nuevo mercado, considerando que el 2,5% del tráfico mundial es a Brasil, así mismo LAN significaba para TAM la posibilidad de ofrecer mayor conectividad a EE.UU., especialmente a la costa oeste. Asimismo, la fusión con TAM proporciona una amplia oportunidad de crecimiento a través de la rentabilización de la operación doméstica en ese mercado, la cual actualmente representa un 30% de los ingresos totales de la compañía.

Alta liquidez de las acciones: Para la clasificación de riesgo de los títulos accionarios, se reconoce éstos han mantenido, mes a mes, una presencia ajustada de 100%, lo que los sitúa dentro de los más líquidos del mercado bursátil chileno.

Factores de riesgo

Impacto del precio del combustible: El combustible utilizado representa el principal costo para una aerolínea, por lo que alzas en el precio de este insumo repercuten fuertemente su rentabilidad. El precio del petróleo, materia prima de los combustibles usados en las aeronaves, ha sido bastante volátil en los últimos cinco años, incluso oscilando entre US\$ 30 y US\$ 150 por barril, aproximadamente, lo que ha significado, por ejemplo, que el combustible sea un 38% de los costos operacionales en 2008 pero un 30% en 2009, alcanzando un poco más de 35% en los primeros tres trimestres de 2013. Si bien las compañías aéreas

poseen mecanismos para cubrirse de estas variaciones, no son perfectos y adicionalmente pueden implicar una contracción en la demanda si los costos son traspasados a tarifas, en particular en aquellos tramos más competitivos.

Influencia del ciclo económico: El negocio de transporte aéreo tiende a ser bastante procíclico, en particular el segmento de transporte de carga y el de transporte internacional de pasajeros, por estar esta última área compuesta en parte por personas que se trasladan por motivos vacacionales², mucho más factibles de eliminar en caso de necesidades económicas en períodos contractivos, además de los realizados por negocios, afectados por la baja en la actividad.

Competencia: en los mercados domésticos de aerolíneas, no es extraña la aparición de nuevas empresas de transporte aéreo de pasajeros que ingresan con una estrategia de precios bajos, con el objeto de captar rápidamente participación de mercado, lo que se ve facilitado por la existencia de un mercado desarrollado de arriendo de aviones, que permite conseguir naves con relativa facilidad. Si bien la estrategia de precios bajos no necesariamente es sostenible en el largo plazo, su existencia puede ser suficiente para castigar la rentabilidad de las aerolíneas que poseen un plan de negocios de más largo plazo.

Factores externos: La demanda por transporte aéreo, de pasajeros y en especial de carga, ha mostrado ser altamente sensible a períodos de contracción económica o a variables que inciden en las decisiones de viajes (por ejemplo, el atentado a las Torres Gemelas). En efecto, al observar el tráfico de pasajeros del aeropuerto de Santiago, se evidencia un claro descenso a principios de esta década (crisis asiática, atentados en EE.UU. y crisis de Argentina) y también a partir del último trimestre de 2008 (al menos en lo que respecta al tráfico internacional). Temas externos también afectan negativamente la demanda por viajes, y generalmente son acontecimientos que no pueden ser predichos y por lo tanto resulta difícil prepararse de manera específica a ellos, salvo manteniendo elevados niveles de recursos líquidos con el objeto de enfrentar períodos de *stress* financiero. Entre este tipo de factores figuran aquellos que amenazan la seguridad (como el terrorismo), eventos climáticos o naturales (huracanes y erupciones volcánicas, como la ocurrida con el Puyehue-Cordón Caulle en 2011), o acontecimientos políticos, entre otros.

Crecimiento de la flota: Los planes de expansión que incluyen la compra de aviones y el financiamiento asociado a esta inversión pueden comprometer la liquidez de las aerolíneas si durante el proceso de crecimiento suceden contracciones significativas en la demanda o un aumento importante en la competencia. Esto último sería especialmente riesgoso si las inversiones en flota fueran un elemento común a la industria y, por lo tanto, conllevaran a un incremento en la oferta global del servicio de transporte aéreo, por cuanto implicarían una baja en las tarifas y por tanto en la rentabilidad. Por lo tanto, dada la cantidad de factores que pueden impactar negativa e inesperadamente la demanda por vuelos, las inversiones en capacidad son relativamente más riesgosas que otros sectores, con lo que para categorías similares de riesgo, **Humphreys** es más exigente en lo relativo a niveles de endeudamiento para el sector aéreo. Se reconoce como atenuante

² A junio de 2013, un 72% de los viajes internacionales correspondía a motivos de turismo o VFR (Visitors, Friends and Relatives). En el caso de los vuelos domésticos, este guarismo alcanzaba un 50%.

la diversificación geográfica exhibida por **LATAM** y la flexibilidad que tiene para devolver aviones en la medida que los contratos de arriendo van venciendo, y la movilidad de la flota entre los mercados.

Mayor riesgo relativo de otros países: Si bien se reconoce positivamente la existencia de filiales en el exterior en términos de escala, el proceso de clasificación también indica que **LATAM** está expuesta a un escenario de mayor riesgo en relación con el asociado sólo a Chile. Este último ha sido clasificado en *Categoría "Aa3"*, tanto en moneda doméstica como extranjera, en cambio Perú ha sido calificado con *"Baa2"*; Colombia como *"Baa3"* y Brasil como *"Baa2"*. Por su parte, Paraguay, Ecuador y Argentina están definidos como No Grado de Inversión. Es importante considerar que la experiencia muestra mayor inestabilidad política en aquellos países con mayores riesgos económicos, situación que cobra especial relevancia en una industria regulada. Lo anterior crea un riesgo asociado a eventuales cierres al mercado de divisa en los países donde opera la compañía, lo que impactaría los dividendos que la empresa puede obtener de sus filiales extranjeras. Adicionalmente, para poder recibir dividendo de sus filiales, la empresa debe obtener utilidades contables, independientemente de si el flujo operacional ha sido positivo o no.

Regulación: La operación de las aerolíneas está sujeta a una serie de leyes y normas que afectan sus operaciones. Entre ellas están la obtención de permisos de vuelo, las regulaciones sobre mantenciones de los aviones, la obtención de permisos de operación en aeropuertos, la imposición de tasas de embarque, las normativas sobre la participación de extranjeros en la propiedad de las aerolíneas o los convenios bilaterales entre países para permitir el vuelo de las aerolíneas de los países firmantes.

Efecto de tipo de cambio: La volatilidad del tipo de cambio ha tenido un impacto importante en los resultados de la compañía producto, si se considera que los ingresos de los vuelos domésticos en Brasil se originan en reales, y **LATAM** consolida los resultados en dólares. Durante el período julio 2011 - octubre 2013, la paridad real brasileño versus dólar ha variado desde 1,5631 a 2,3390, lo que representa una depreciación aproximada del 50%, repercutiendo negativamente en la utilidad final. No obstante, a objeto de reducir su exposición a las fluctuaciones del real, la compañía ha implementado diversas acciones, tales como aumentar el porcentaje de ingresos provenientes de Brasil que se contabilizan en dólares estadounidenses, así como la contratación de *forwards* de tipo de cambio por un valor total de US\$ 500 millones (aproximadamente el 50% de su exposición operacional), a una tasa de cambio promedio de 2,3 reales por dólar.

Antecedentes generales

Descripción del negocio

LATAM Airlines S.A. es una aerolínea que participa en el negocio de transporte de pasajeros a nivel mundial, y en particular en América. Asimismo la compañía participa con su flota en el negocio de transporte de carga, lo que si bien es menos relevante en términos de ingresos en comparación con el negocio de pasajeros, sí le aporta en diversificación de las ventas. La compañía es una sociedad anónima abierta, ligada

a capitales chilenos, donde destaca el controlador conformado por el grupo Cueto, que posee alrededor de un 26% de las acciones, y el grupo brasileño Amaro con casi un 14% de la propiedad.

La compañía posee filiales de pasajeros en Chile, Argentina, Perú, Ecuador, Colombia, Brasil y Paraguay; y de carga, en Brasil, Colombia, México y EE.UU., con las cuales desarrollan tanto las rutas nacionales, como las regionales (Latinoamérica) y de largo alcance (resto del mundo).

LATAM cuenta con una experiencia de 84 años en el mercado, con una historia de crecimiento importante en la última década, en particular expandiéndose hacia nuevos mercados locales. A nivel mundial, en términos de venta, la compañía se ubica dentro de las diez mayores aerolíneas, tanto en el mercado de pasajeros como de carga.

LATAM ha logrado consolidar a lo largo del tiempo una cobertura de rutas importante tanto dentro de los países donde opera, como a nivel internacional, abarcando a la fecha rutas domésticas, regionales y de largo alcance (intercontinentales). Lo anterior genera una barrera de entrada relevante frente a la competencia.

Estrategia: La estrategia de la compañía en relación a su flota consiste en la utilización de aviones modernos, con un mayor número de asientos y que además sean más eficientes en términos de costos de combustibles y mantenimiento, para así ofrecer precios bajos en los mercados domésticos para lograr una alta utilización diaria de las naves en ellos. Lo anterior se suma a la alta penetración de ventas por internet y del auto *check-in*, todo lo cual le permite generar menores costos operacionales, lo que a su vez se traduce en una oferta de menores tarifas a los pasajeros, a través de un modelo de bajo costo implementado desde hace tres años en las filiales locales de pasajeros.

Complementariamente, la empresa ha desarrollado el área de transporte aéreo de carga, bajo un modelo que utiliza la disponibilidad de espacio de los aviones de pasajeros y que es complementado mediante el uso de aviones especializados de carga. De esta manera disminuye el factor de ocupación de equilibrio de cada aeronave, aumentando con ello la rentabilidad por viaje.

Flota: En la actualidad, y producto de la fusión, **LATAM** opera 325 aeronaves, quince de los cuales son para el transporte de carga. En concordancia con la estrategia de la empresa, la flota de **LATAM** es bastante moderna, con una antigüedad promedio cercana a los 6,7 años, lo cual es consecuencia de una política emprendida desde el año 2000 con el fin de renovar las aeronaves; 238 de los aviones corresponden a la marca Airbus, 80 a Boeing, y siete a Dash (operativos en Colombia). En los últimos años la empresa ha venido diseñando un plan de incorporación de aviones, sustentando esta expansión sobre la fortaleza de las demandas domésticas de los países en que opera.

Propiedad

LATAM es una sociedad anónima abierta que se transa actualmente en el mercado bursátil chileno, así como en Estados Unidos a través de títulos de ADR y en Brasil a través de títulos BDR, contando entre sus

accionistas a grupos empresariales, inversionistas institucionales y pequeños inversores. El controlador actual es el grupo Cueto, con el 26% de las acciones de la sociedad.

A septiembre de 2013 la estructura de propiedad era la siguiente:

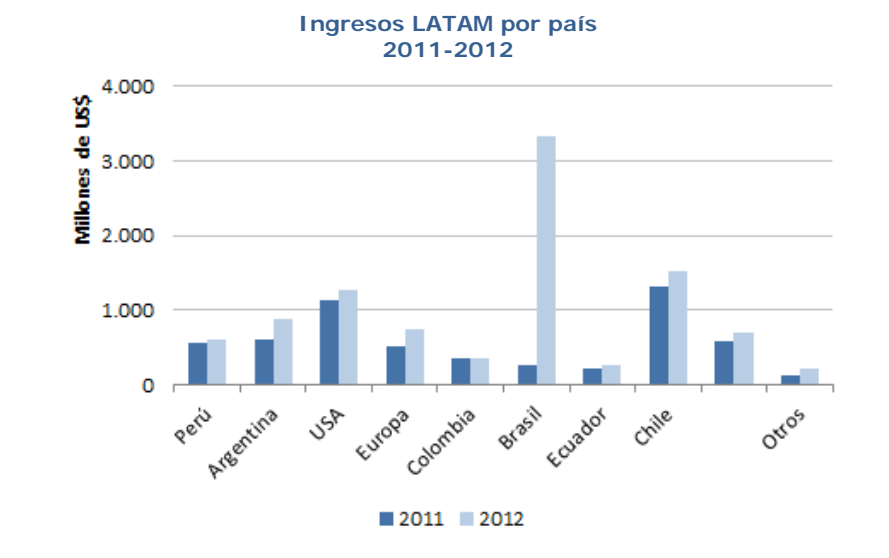
Accionistas	% de la propiedad
Grupo Cueto	25,7%
Grupo Amaro	13,6%
AFPs	16,0%
Inversionistas Extranjeros	8,6%
Grupo Bethia	6,2%
ADRs	5,5%
Grupo Eblen	4,9%
BDRs	0,8%
Otros	18,8%
TOTAL	100,0%

Distribución de ingresos

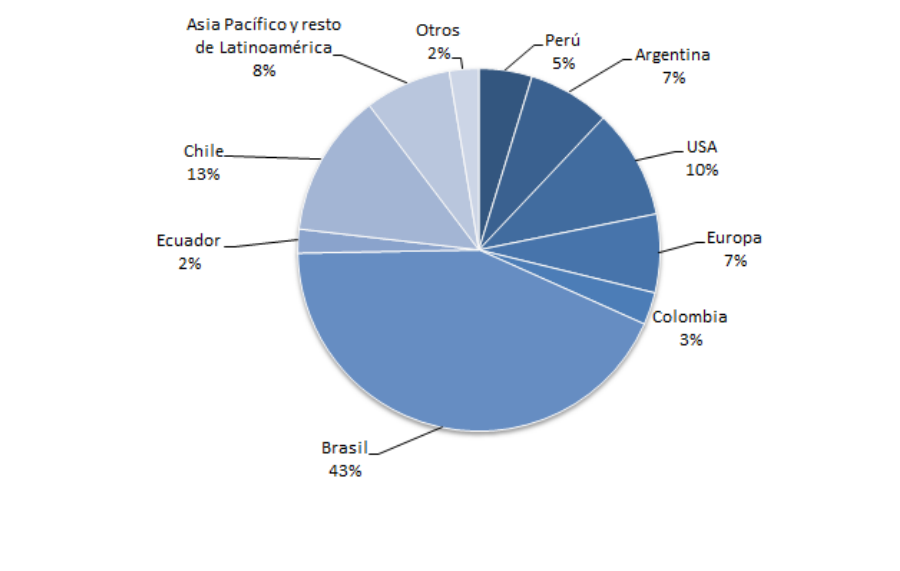
Los ingresos de **LATAM** están ligados fundamentalmente a la venta de pasajes aéreos, tanto para vuelos domésticos como internacionales, y al negocio de carga operado a través de filiales. Los ingresos del transporte aéreo presentan una alta correlación con los ciclos de la economía, sobre todo en su porción de carga, la que responde de manera casi inmediata a los cambios de demanda ligados a la mayor o menor actividad económica.

Ingresos por país

Los ingresos de la compañía se originan en diversos países y diferentes rutas nacionales e internacionales. Para efectos de su asignación, **LATAM** contabiliza el ingreso en el país donde se realiza la venta del boleto o del servicio de carga. A juicio de **Humphreys**, salvo por la preponderancia de Brasil, en el resto existe una adecuada diversificación de los ingresos de la compañía. A continuación se presenta la distribución de ventas por países para el período 2011-2012, apreciándose el incremento de los ingresos provenientes del mercado brasileño:



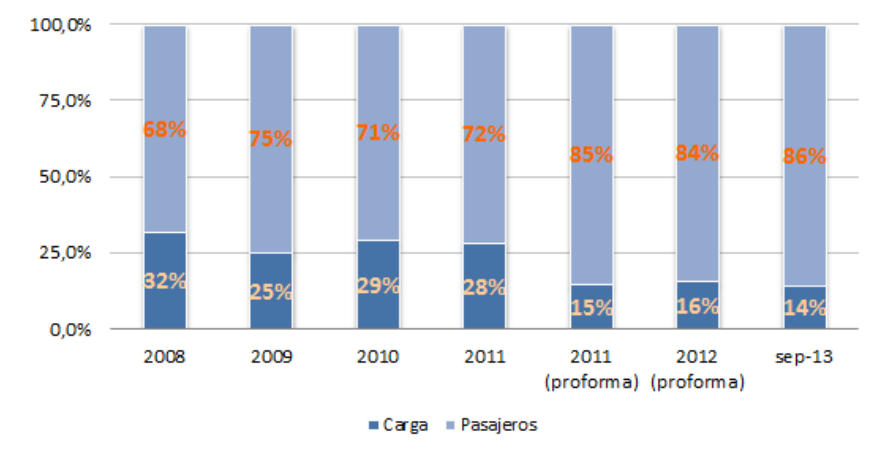
En los primeros nueve meses de 2013 Brasil representó el 43% de los ingresos de **Latam**



Ingresos por tipo de negocio

Los ingresos de la compañía provienen en su mayoría del negocio de transporte de pasajeros. Asimismo, **LATAM** posee ingresos asociados a la línea de transporte de carga, lo cual realiza a través de los mismos aviones de pasajeros como por medio de cargueros especializados, con lo cual se optimiza la capacidad productiva de su flota. No obstante, la fusión ha tenido como efecto una caída de la proporción que dentro de los ingresos totales representan aquellos provenientes del negocio de carga. El *mix* de negocio de los últimos años se presenta en el siguiente gráfico:

Ingresos por Negocio LATAM
2008-septiembre 2013



Evolución financiera

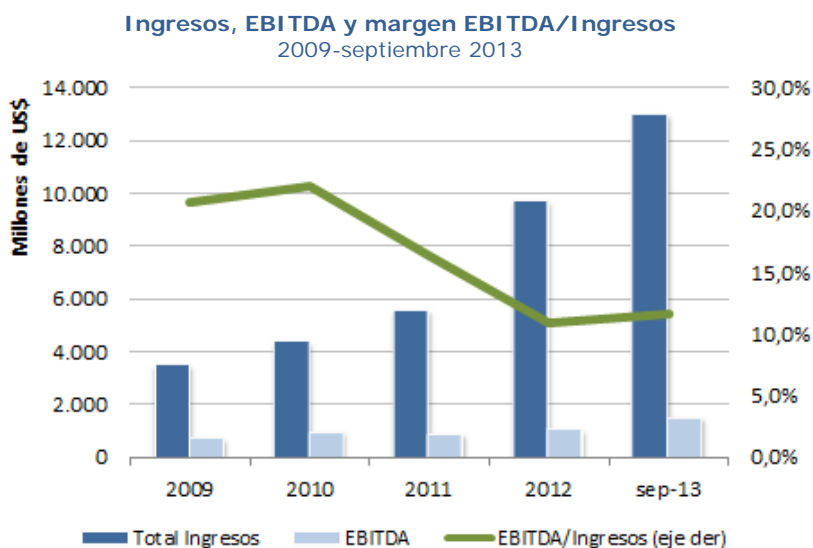
A continuación se presenta un análisis de la evolución financiera de **LATAM**, abarcando los ejercicios comprendidos entre 2009 y septiembre 2013³.

Evolución de los ingresos y EBITDA

Debido a la fusión de las actividades con TAM, los ingresos de actividades ordinarias de **LATAM** se han situado en niveles superiores a los US\$ 13 mil millones en el año móvil finalizado en septiembre de 2013. No obstante, el margen EBITDA se ha contraído a un 11,7% en el mismo período, debido a un incremento de los costos y gastos, los cuales, luego de representar menos de 85% de los ingresos en 2010, se han incrementado a casi 96% en junio de 2013.

Esto se explica en parte porque la compañía ha debido incurrir en gastos propios de la fusión (2012) y por incrementos en el precio del combustible que no han podido ser traspasados a precios.

³ Para efectos comparativos, la última observación corresponde al año móvil finalizado en septiembre de 2013.

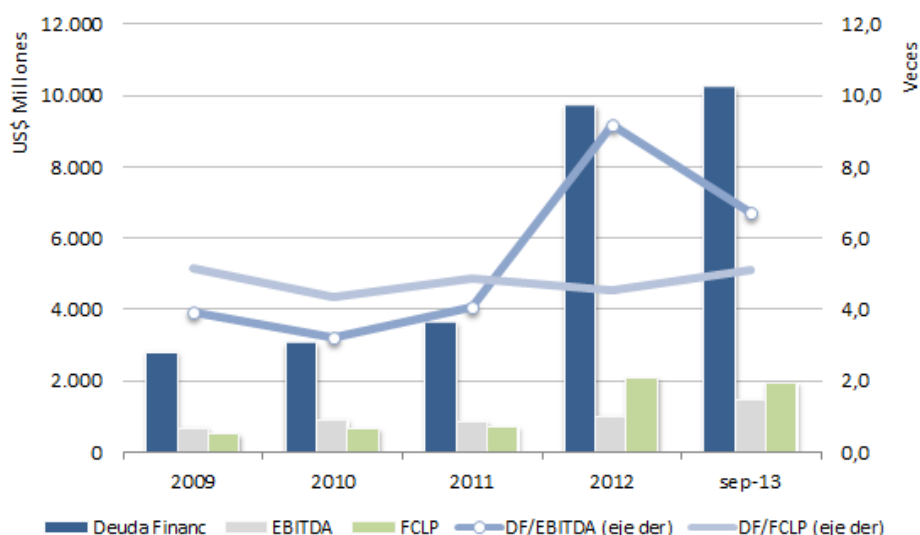


Evolución del endeudamiento y la liquidez

Al 30 de septiembre de 2013, la deuda financiera de **LATAM** llegaba a US\$ 10.256 millones, de los cuales US\$ 2.751 millones correspondían a su porción de corto plazo (26,8%), mientras que US\$ 7.505 millones a la de largo plazo (73,2%). Respecto de diciembre 2012, ésta mostró un aumento de 5,2%. No obstante, en términos relativos, la razón deuda financiera/EBITDA exhibió una caída respecto de lo registrado a fines del año pasado, desde 9,2 a 6,7 veces, en tanto la relación Deuda Financiera / Flujo de Caja de Largo Plazo⁴ se sitúa en torno a 5 veces, como se aprecia en el siguiente gráfico.

⁴ El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

Deuda Financiera, EBITDA, FCLP
DF/EBITDA, DF/FCLP
2009-Jun 2013

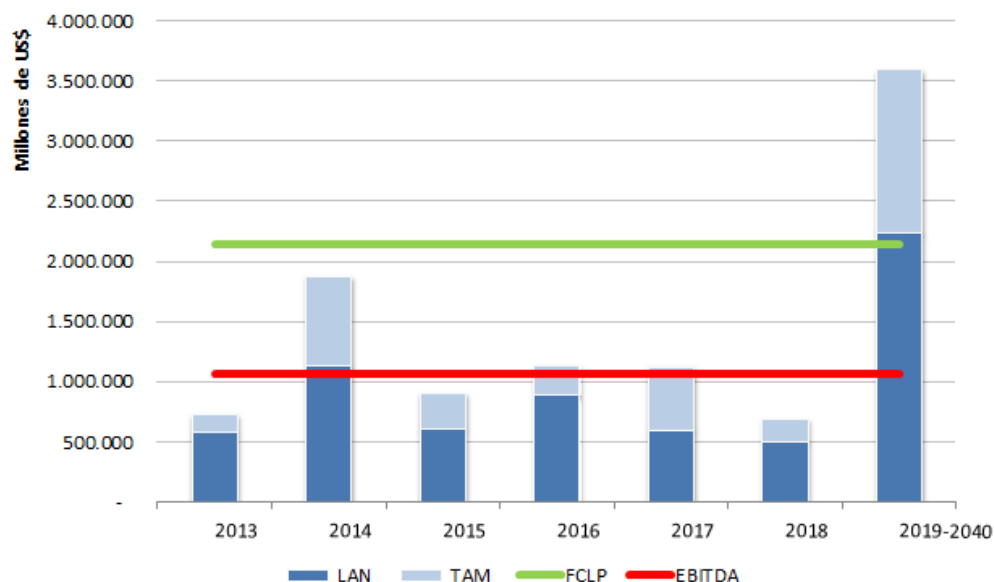


Por su parte, la relación deuda neta /EBITDAR, que a diciembre de 2011 alcanzaba a 4,2 veces, se incrementó a un valor de 7,3 veces en diciembre de 2012, pero, de acuerdo a lo informado por la compañía, se ha reducido a valores de 5,8 veces a septiembre de 2013.

A continuación se muestra un gráfico con el perfil de pago de la compañía, contrastado con el FCLP⁵ y EBITDA a septiembre de 2013. De acuerdo a esta estructura de vencimientos, existiría un estrés en el cumplimiento de los pasivos de la compañía durante 2014, no obstante estos incluyen créditos a exportadores (PAE) en 2013 y 2014, los cuales serían pagados con fondos recaudados a través de aumento de capital.

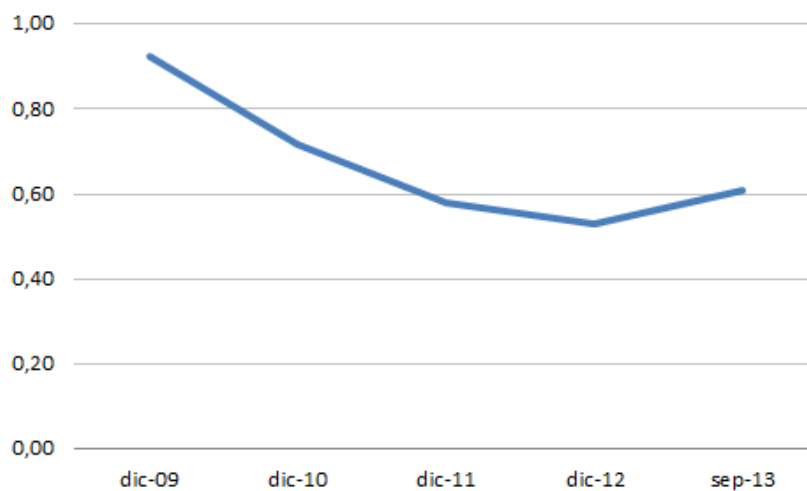
⁵ El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

Perfil Vencimientos



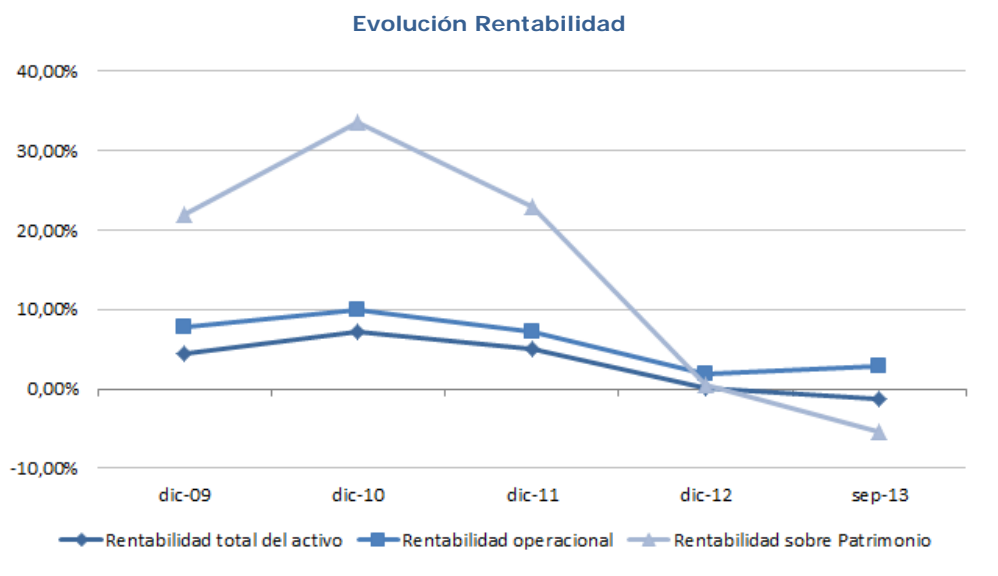
En términos de liquidez, medida como razón circulante (activos corrientes sobre pasivos corrientes), la empresa ha mostrado una tendencia decreciente en el período considerado, exhibiendo, no obstante, una leve recuperación en la más reciente observación, cuando se situó en un valor de 0,61 veces.

Evolución Liquidez



Evolución de la rentabilidad⁶

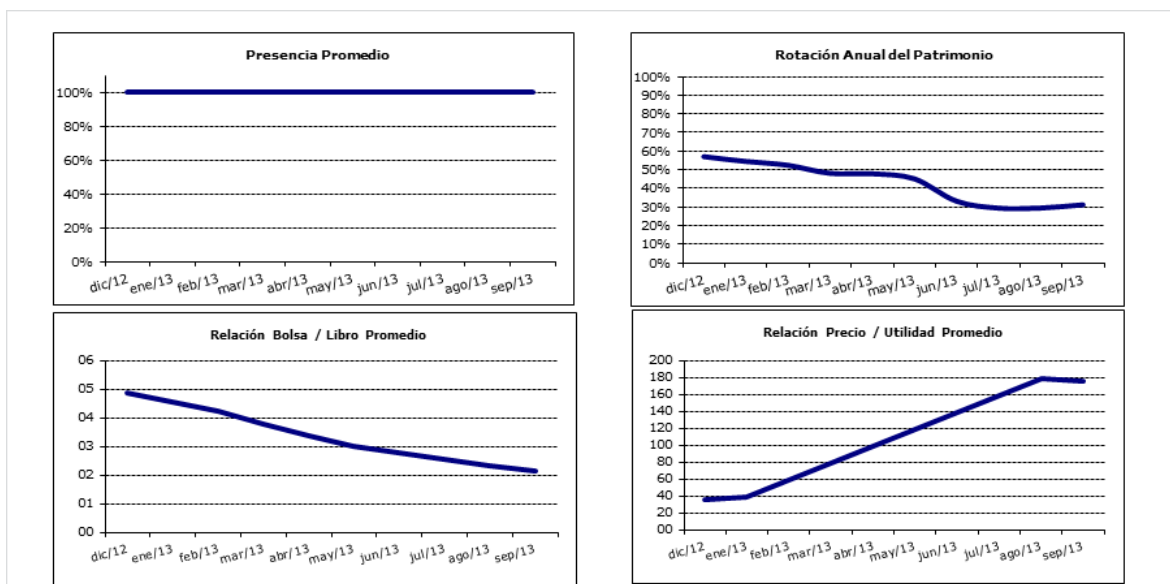
La rentabilidad del patrimonio, operacional y de los activos ha mostrado una tendencia decreciente a partir de 2010. Las últimas observaciones han sido influidas principalmente por la fusión de operaciones con TAM, cuyos vuelos domésticos son facturados en reales, moneda que, como se dijo, ha exhibido una importante depreciación respecto del dólar, en tanto que sus costos se expresan principalmente en dólares, impactando de este modo negativamente en la rentabilidad de la compañía, como se aprecia en el siguiente gráfico:



⁶ Rentabilidad total del activo= utilidad del ejercicio / activos promedio (descontados los activos en ejecución y terrenos); rentabilidad operacional = Resultado operacional / (Activos Corrientes, Promedio + Propiedades Planta y Equipo, Promedio); Rentabilidad sobre patrimonio=utilidad del ejercicio / patrimonio total promedio

Acciones

Las acciones de **LATAM** muestran una presencia ajustada promedio del 100% para el período de análisis, lo que implica una alta liquidez y respalda la categoría de riesgo asignada a los títulos. A continuación se señalan los indicadores relacionados con el comportamiento de la acción de la compañía:



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