



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Informe Anual

Analista

Carlos Ebersperger H.

Tel. 56 – 2 – 433 52 19

carlos.ebersperger@humphreys.cl

LAN Airlines S.A.

Noviembre 2010

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°

Las Condes, Santiago – Chile

Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01

ratings@humphreys.cl

www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Acciones Tendencia	Primera Clase Nivel 1 Estable
Otros Instrumentos	No hay
EEFF base	30 de septiembre de 2010

Estado de Resultados Anual Consolidado, NCCh				
M US\$	2004	2005	2006	2007
Ingreso operacional total	2.092.945	2.506.353	3.033.960	3.524.923
Costo explotación	-1.262.584	-1.566.609	-1.811.065	-2.160.451
Gasto administración y venta	830.361	939.744	1.222.895	1.364.472
Resultado operacional	172.100	141.636	302.622	413.371
Resultado no operacional	19.525	31.460	-15.734	-45.562
Gastos financieros	-36.459	-39.191	-60.739	-76.224
Utilidad neta	163.552	146.601	241.300	308.323
EBITDA	240.443	215.986	423.938	563.551

Balance General Consolidado, al 31 de diciembre, NCCh				
M US\$	2004	2005	2006	2007
Activo Circulante	590.788	579.225	706.308	1.093.903
Activo Fijo	978.974	1.252.270	1.876.027	2.351.605
Otros Activos	259.467	314.288	346.454	456.234
Total Activos	1.829.229	2.145.783	2.928.789	3.901.742
Pasivo Circulante	581.925	684.415	876.283	1.122.605
Pasivo Largo Plazo	809.049	955.282	1.421.875	1.785.896
Patrimonio Total	434.557	502.713	626.320	988.052
Total Pasivos	1.829.229	2.145.783	2.928.789	3.901.742
Deuda Financiera	351.331	586.744	1.129.961	1.330.803

Estado de Resultados Consolidado, IFRS

M US\$	2008	2009	Ene-Sep 08	Ene-Sep 09	Ene-Sep 10
Total Ingresos	4.301.667	3.673.696	3.182.178	2.479.907	3.131.924
Costo de Ventas	-2.893.944	-2.522.778	-2.208.984	-1.835.031	-2.171.413
Total Gastos de Administración y Distribución	-769.466	-697.035	-553.214	-504.417	-637.315
Resultado Operacional	638.257	453.883	419.980	245.357	412.122
Gastos Financieros	-125.488	-153.109	-85.620	-115.382	-116.545
Ganancia (Pérdida)	338.312	233.032	242.371	122.122	256.474
EBITDA	894.756	757.945	581.676	472.630	657.016

Balance General Consolidado, IFRS

M US\$	31-Dic-2008	31-Dic-2009	30-Sep-2010
Activos Corrientes	1.077.190	1.408.971	1.394.823
Activos No Corrientes	4.119.676	4.363.001	4.791.710
Total de Activos	5.196.866	5.771.972	6.186.533
Pasivos Corrientes	1.551.460	1.523.339	1.655.930
Pasivos No Corrientes	2.876.802	3.142.707	3.317.594
Total de Pasivo	4.428.262	4.666.046	4.973.524
Patrimonio Total	768.604	1.105.926	1.213.009
Total de Patrimonio Neto y Pasivos	5.196.866	5.771.972	6.186.533
Deuda Financiera	2.658.545	3.082.260	3.101.360

Opinión

Fundamento de la Clasificación

Lan Airlines S.A. (LAN) 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. A la fecha, la compañía mantiene filiales de pasajeros en Argentina, Perú y Ecuador, y recientemente compró el 98,942% de la aerolínea colombiana Aires. El controlador es el grupo Cueto, con poco más de 34% de participación accionaria.

En 2009 el emisor generó ingresos totales por US\$ 3.674 millones, un EBITDA de US\$ 758 millones y una utilidad de US\$ 233 millones. Al 30 de septiembre de 2010, su deuda financiera ascendía a US\$ 3.101 millones.

La clasificación de los títulos accionarios de **LAN**, en Primera Clase Nivel 1, responde tanto a la adecuada solvencia del emisor como a la elevada liquidez bursátil de los instrumentos de capital.

La adecuada solvencia de **LAN** se fundamenta en que el emisor ha logrado desarrollar un modelo de negocio que alcanza apropiados niveles de competitividad, la que ha sostenido el crecimiento experimentado por sus operaciones en los últimos años. En este contexto, la estrategia de la empresa se orienta a incrementar la rentabilidad de sus activos mediante una estructura operativa eficiente. Su 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.

En cuanto a la alta liquidez que las acciones poseen en la bolsa local, queda de manifiesto por la presencia mensual ajustada de 100% durante un periodo mayor a 48 meses, incluyendo el último año.

Conjuntamente, la clasificación de riesgo se ve favorecida por el buen posicionamiento de la marca LAN en los mercados relevantes para la empresa, a través de sus filiales en Argentina, Perú y Ecuador, caracterizadas por tener un alto potencial de crecimiento. La presencia local de la empresa en cuatro países, con una reciente adición en Colombia, le permite crear una red mayor de rutas y destinos y ofrecer de esa forma un servicio más amplio a sus clientes.

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 **LAN** ofrecer a sus clientes un mayor número de destinos finales.

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.

Todo lo anterior repercute en un modelo de negocio 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.

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 influenciada por eventos externos no controlables), por la recurrencia de la entrada de operadores que compiten por la variable 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.

La perspectiva de la clasificación de acciones de **LAN** 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 su presencia promedio en el mercado.

Definición de Categorías de Riesgo

Categoría Primera Clase Nivel 1

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

Hechos Recientes

Resultados 2009

La actividad de 2009 estuvo fuertemente marcada por el deterioro de la actividad económica mundial, lo que impactó negativamente tanto al negocio de pasajeros como el de carga. Debido a ello, los ingresos totales se contrajeron en 14,6%, llegando a US\$ 3.674 millones. El impacto fue distinto, sin embargo, según el área de negocios: en pasajeros los ingresos fueron de US\$ 2.624 millones, cayendo 7%, mientras que en el área de carga la contracción de las ventas fue bastante más intensa, de 32,1%, con lo que los ingresos de esta línea de negocios alcanzaron los US\$ 896 millones, afectados por la disminución de los precios y la caída de 2% en el tonelaje transportado. El área de pasajeros se vio más bien perjudicada por la baja en tarifas, puesto que el volumen de pasajeros transportado se expandió en 16,4%.

El costo de ventas experimentó una caída menor, de 12,8% interanual, llegando a los US\$ 2.523 millones. Cabe destacar que tanto el número de pasajeros como los pasajeros-kilómetros transportados se incrementaron en relación a 2008, por lo que la reducción de costos está explicada fundamentalmente por un menor precio promedio del combustible, al disminuir el precio del petróleo y sus derivados. La mayor parte de los otros costos (arrendos, depreciaciones, servicio a pasajeros), sin embargo, experimentaron un alza debido principalmente al mayor tamaño de flota y a la expansión en el número de pasajeros transportados.

Los costos de mercadotecnia, distribución y administración, en tanto, cayeron sólo 9,4% hasta US\$ 697 millones, principalmente por la contracción de los costos de distribución y de otros gastos de operación. Derivado de lo anterior, el resultado operacional se contrajo 28,9%, alcanzando a US\$ 454 millones. El EBITDA del ejercicio disminuyó comparativamente menos que el resultado operacional (-15,3%), debido a los mayores cargos por depreciación en 2009 al incorporarse más naves a la flota de la empresa.

Mientras, la utilidad del ejercicio cayó un 31,1%, llegando a US\$ 233 millones. Parte de la disminución se explicó por el aumento en los costos financieros, producto del financiamiento de las nuevas naves incorporadas y al reconocimiento de una pérdida de US\$129 millones por cobertura de combustible.

Resultados Enero-Septiembre 2010

En los nueve primeros meses de 2010, los ingresos de **LAN** se vieron beneficiados por la recuperación del crecimiento económico en América Latina, con lo que las ventas totalizaron US\$ 3.221 millones, un incremento de 24,6%. Los ingresos del segmento transporte de pasajeros se expandieron en 19%, por mayores precios y volumen de pasajeros transportados, alcanzando US\$ 2.221 millones, mientras que las ventas del área de carga lo hicieron en un 48,4%, totalizando US\$ 911 millones.

El costo de explotación se expandió en 18,3% hasta US\$ 2.171 millones, mientras que el total de gastos de administración y distribución alcanzó a US\$ 637 millones, un incremento de 26,3%. Lo anterior se debió principalmente a mayores costos tanto de combustible, al recuperarse el precio del petróleo y sus derivados, como de personal, por un nivel mayor de operaciones. La mayor actividad del período también se tradujo en incrementos en los cargos por depreciación (por el aumento de aviones en operación), arriendo de naves y servicios a pasajeros, entre los más importantes.

Con lo anterior, el resultado operacional acumulado en 2010 llegó a US\$ 412 millones, lo que implica un incremento de 68% en relación a igual lapso de 2009, mientras que el EBITDA del período se expandió en 39%, llegando a US\$ 657 millones.

La utilidad del ejercicio de este período fue de US\$ 256 millones, incrementándose un 110% en relación a 2009, lo que responde al incremento del resultado operacional, puesto que las partidas no operacionales, incluyendo el costo financiero, no sufrieron mayores variaciones.

Eventos Recientes

Durante 2009, en el negocio de pasajeros se inició la operación doméstica en Ecuador. En el negocio de carga, se inició tanto la operación en Colombia mediante la filial Lanco como la operación doméstica en Brasil mediante la filial ABSA.

Asimismo, el 23 de diciembre del año pasado, **LAN** anunció un acuerdo con el fabricante de aviones Boeing para la adquisición de treinta aeronaves Airbus A320, valorizadas en US\$ 1.972 millones, a ser entregados entre 2011 y 2016.

Producto de su acceso al cargo de Presidente de la República, entre febrero y abril de 2010 Sebastián Piñera - co-controlador de **LAN** a través de las sociedades Axxion S.A. e Inversiones Santa Cecilia S.A.- se desprendió de la totalidad de su propiedad en la compañía. Un porcentaje de ella fue rematado en bolsa, otro tanto se liquidó mediante la venta de Axxion S.A. al grupo Bethia, y otro paquete accionario (8,56% de la propiedad) se vendió a Costa Verde S.A., sociedad perteneciente a la familia Cueto, que pasó a ser la exclusiva controladora de la empresa.

El 29 de abril pasado, el emisor procedió a renovar su directorio, a la luz de los cambios de propiedad sucedidos hasta durante el año en curso.

Como consecuencia del terremoto del 27 de febrero de 2010, la empresa sufrió algunos daños en equipos, instalaciones y cinco aviones, contando en todo caso con seguros que cubren estos daños con un deducible máximo de US\$ 3 millones. Como consecuencia del evento, las operaciones se vieron disminuidas en Chile durante marzo, retomando a fines de ese mes su normalidad. **LAN** estima que el impacto sobre resultados fue de aproximadamente de US\$ 35 millones por ventas no realizadas producto del terremoto, a la fecha la recuperación en la demanda ha mitigado totalmente este efecto.

El 10 de mayo **LAN** anunció un acuerdo de asesoría técnica y de servicios con la empresa colombiana Aeroasis S.A., con el objeto de que ésta obtenga los permisos de operación necesarios para iniciar los vuelos en ese país, considerando que ya tiene los derechos de tráfico. Tales licencias deben ser obtenidas antes de febrero de 2011 y en caso de lograrlas, **LAN** espera llegar a acuerdos de asociación e integración con Aeroasis para incorporarla a la compañía.

En julio recién pasado, la empresa anunció un contrato de compra de 50 aviones Airbus A319, A320 y A321, para ser incorporados entre 2012 y 2016, con una valorización de US\$ 4.150 millones a precio lista. Adicionalmente, este plan de expansión incluye la venta de 15 aviones Airbus A318..

El 13 de agosto de 2010, **LAN** y la aerolínea brasileña TAM anunciaron la intención de consolidar ambas compañías. La nueva empresa pasaría a denominarse LATAM Airlines Group S.A., y sería controlada a través de un pacto entre los controladores de LAN y TAM, manteniendo ambas sus actuales denominaciones. LATAM pasaría a ser la empresa de transporte aéreo más grande de América Latina, y una de las mayores del mundo.

En la actualidad, la transacción está sujeta a la revisión por parte de las autoridades de competencia y aeronáutica de ambos países¹.

En octubre, la Comisión Europea anunció la aplicación de multas a once aerolíneas producto de lo que calificó como colusión en la aplicación de cargos por combustibles, entre 1999 y 2006. LAN recibió una multa por € 8,22 millones, la menor de todas las aerolíneas, que la empresa ya había provisionado en sus estados financieros, puesto que anteriormente ya se había dado a conocer la investigación. La empresa afirmó que apelará a la resolución.

El 26 de noviembre de 2010, la empresa concretó la compra del 98,942% de la aerolínea colombiana Aerovías de Integración Regional (“Aires”), por un precio de US\$ 12 millones, lo que no incluye pasivos por US\$ 100 millones de los cuales US\$ 18 millones es deuda financiera. Esta empresa es la segunda en participación de dicho mercado, detrás de Avianca, con cerca de un 22% del mercado, y a septiembre de 2010 ha obtenido ingresos por US\$ 191 millones. Posee en total 24 aviones, que cubren 27 localidades en Colombia y tres internacionales.

Oportunidades y Fortalezas

Filiales nacionales: En pasajeros LAN posee filiales nacionales que operan vuelos dentro de Chile, Argentina, Perú y Ecuador, y estando en proceso de concretar su llegada a Colombia a través de Aeroasis y Aires. En todos ellos la empresa posee una participación de mercado relevante (78% en Chile, 76% en Perú, 28% en Argentina y 18% en Ecuador, donde comenzaron a operar en 2009), 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 LAN, que además le permite crear una barrera de entrada frente a 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. Las operaciones domésticas se basan en un modelo “low cost” (bajos costos) que permite mejorar la eficiencia operativa y estimular de esa forma el desarrollo de estos mercados.

¹[Ver la sección sobre la eventual fusión LAN-TAM más adelante para una mayor descripción del proceso.](#)

Alianzas: Existe un tipo de 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 el vuelo ni tener aviones destinados a cubrir tal área. Esta asociación implica que una aerolínea vende el pasaje en un vuelo que otra empresa de transporte aéreo opera regularmente, lo que le permite a la primera entregarle una mayor conectividad a sus clientes, sin necesidad de que éstos deban contratar separadamente la conexión. **LAN** 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 un mayor número de alternativas de vuelos en Estados Unidos, Europa y Asia-Pacífico.

Además, posee alianzas con AeroMéxico, Mexicana de aviación, TAM y Cathay Pacific, entre otras.

Baja antigüedad de la flota: **LAN** 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 seis 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, lo que a su vez permite tener los aviones una mayor proporción de tiempo en vuelo, reduciendo los costos, y en una mejor oferta hacia sus clientes, transformándose así en una ventaja competitiva.

Negocio de carga: La empresa ha venido desarrollando activamente el negocio del transporte aéreo de carga, el que representó un 31% de los ingresos en 2008 y 25% en 2009 (este valor está castigado producto de la menor actividad económica del año), 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 punto de equilibrio de los vuelos, a la vez de diversificar los ingresos, dentro de lo que es posible en este rubro. A la fecha, **LAN** es líder en este negocio dentro de América Latina, con cerca de un 40% de participación de mercado.

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. 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, también lo haga la intensidad de vuelos por persona, beneficiando así la actividad de las aerolíneas de la región, y en particular de **LAN**, debido a su presencia a través de filiales locales.

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

Factores de Riesgo

Impacto del precio del combustible: El combustible de los aviones representa el principal costo para una aerolínea, por lo que alzas en el precio de este insumo repercuten fuertemente la rentabilidad de estas empresas de transporte. 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 y un 30% en 2009. 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.

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 vacacionales, mucho más factibles de eliminar en caso de necesidades económicas en períodos contractivos.

Competencia: en los mercados domésticos de aerolíneas, no es extraña la aparición de nuevas empresas de transporte aéreo de pasajeros que entran 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. 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). 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), 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 hubieran sido un elemento común a la industria y, por lo tanto, conllevaran a un incremento en la oferta global del servicio de transporte aéreo. 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.

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 **LAN** está expuesta a un escenario de mayor riesgo en relación con el asociado sólo a Chile. Este último ha sido clasificado en *Categoría "A1"* y *"Aa3"* en cambio Perú ha sido calificado, sólo por algunas agencias de riesgo, en la escala más baja de Grado de Inversión. En el caso de Ecuador y Argentina, sin discusión alguna, están definidas 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 restantes países donde opera la compañía, lo que impactaría los dividendos que la empresa puede obtener de sus filiales extranjeras. Adicionalmente, en el caso del pago de dividendos, está sujeta a la obtención de utilidades contables.

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.

Antecedentes Generales

Descripción del negocio

LAN Airlines S.A. es una aerolínea que participa en el negocio de transporte de pasajeros a nivel mundial. 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 (alrededor de 30%) en comparación con el negocio de pasajeros, sí le aporta diversificación a las ventas. La compañía es una sociedad anónima abierta, ligada a capitales chilenos, donde destaca el controlador conformado por el grupo Cueto, que posee un 34,06% de las acciones, a través de diversas sociedades.

La compañía posee filiales de pasajeros en Chile, Argentina, Perú y Ecuador (LAN Express y LAN Argentina, LAN Perú y LAN Ecuador, respectivamente) y de carga en Brasil (ABSA S.A.), Colombia (Lanco), y México (Masair) con los cuales desarrollan tanto las rutas nacionales, como las regionales (Latinoamérica) y de largo alcance (resto del mundo).

LAN cuenta con una experiencia de 81 años en el mercado, con una historia de crecimiento importante en la última década. A nivel mundial, en términos de venta, la compañía se ubica dentro de las mayores aerolíneas, y a la fecha es una de las pocas que ha presentado utilidades consistentemente en los últimos diecisiete años, incluso en contextos de contracción económica, con altas presiones sobre la estructura de costos de cada compañía.

LAN 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, de manera de lograr una alta utilización diaria de las naves en los mercados domésticos. Lo anterior se suma a la alta penetración de ventas por internet (cerca al 60%) y del auto *check-in* (del orden del 70%), 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, **LAN** opera 102 aeronaves, once de los cuales son para el transporte de carga. En concordancia con la estrategia de la empresa, la flota de **LAN** es bastante moderna, con una antigüedad promedio cercana a los seis años. 63 de las naves pertenecen a la marca Airbus, y el restante a Boeing. Recientemente, la empresa ha diseñado un plan de incorporación de aviones, sustentando esta expansión sobre la fortaleza de las demandas domésticas de los países en que opera. Para ello, invertirá un total de US\$ 4.036 millones entre 2010 y 2013. Cabe destacar que **LAN** mantiene flexibilidad para reducir este número, sin costo, a través de la devolución de los arriendos y leasing financieros que vencen cada año.

Propiedad y administración

LAN es una sociedad anónima abierta que se transa actualmente en el mercado bursátil chileno y en Estados Unidos a través de títulos de ADR. Por lo anterior, la propiedad de la misma está ligada a grupos empresariales, AFP y otros inversionistas. El controlador actual es el grupo Cueto, con el 34,06% de las acciones de la sociedad. La siguiente tabla muestra la estructura de propiedad de LAN a septiembre de 2010:

Sociedad	Número de acciones	% de la propiedad
Costa Verde Aeronáutica S.A.	107.575.407	31,75%
Inversiones Mineras del Cantábrico	7.824.095	2,31%
Total Controlador	115.399.502	34,06%
Axxion S.A.	27.103.273	8,0%
Inversiones Andes S.A.	22.288.695	6,6%
ADRs	21.047.214	6,2%
Celfin Capital S.A. Corredora de Bolsa	17.539.603	5,2%
Banco de Chile por cuenta de terceros	12.707.896	3,8%
Larrain Vial Corredora de Bolsa S.A.	8.267.082	2,4%
Banchile Corredora de Bolsa S.A.	7.256.752	2,1%
Banco Itaú por cuenta de Inversionistas	6.321.124	1,9%
AFP Provida S.A Fondo tipo A	5.161.519	1,5%
Inversiones Los Guindos S.A.	4.744.677	1,4%
Inversiones Alcalá S.A.	4.744.677	1,4%

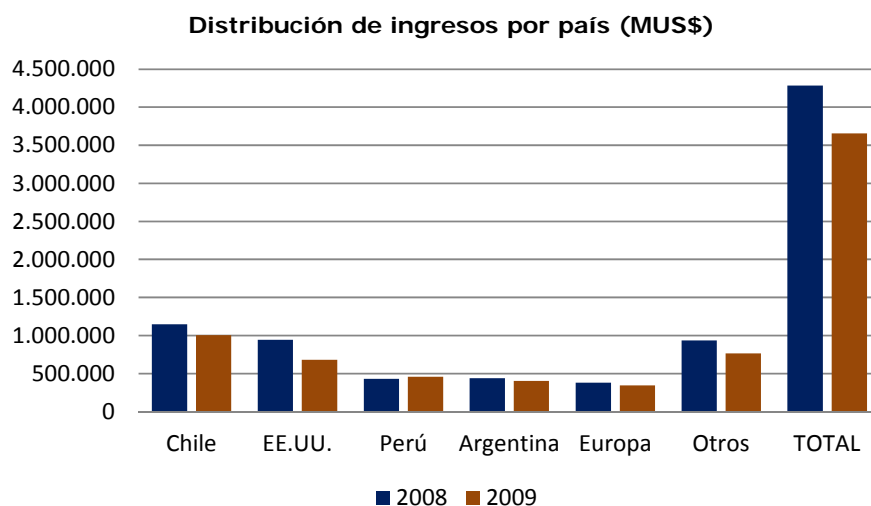
Axxion S.A. pertenece al holding Bethia S.A., de propiedad de la familia Solari-Heller, co-controladora de Falabella SAIC, mientras que Inversiones Andes S.A., Inversiones Los Guindos S.A. e Inversiones Alcalá S.A. son de propiedad de la familia Eblen.

Distribución de ingresos

Los ingresos de **LAN** están ligados fundamentalmente a la venta de pasajes aéreos a través de sus distintas filiales y del negocio de carga, operada a través de su filial LAN Cargo. Los ingresos del rubro aerolíneas presentan una alta correlación con ciclo 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.

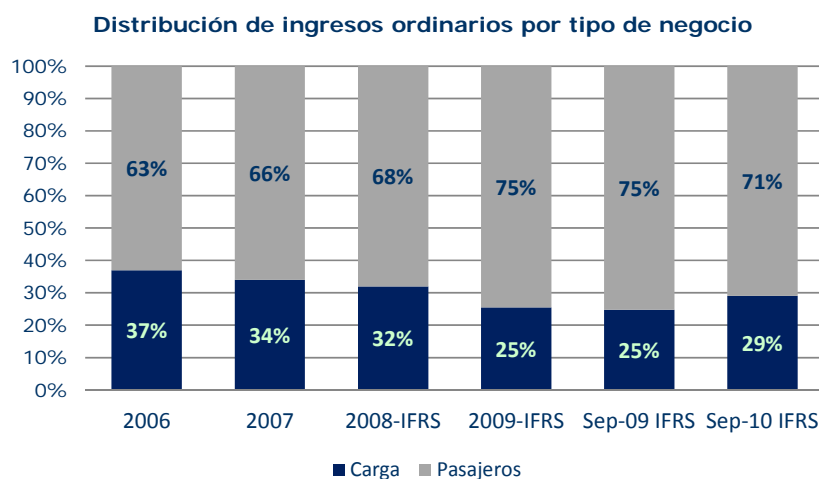
Ingresos por país

Los ingresos de la compañía se registran en diversos países. En términos estadísticos, **LAN** contabiliza el ingreso en el país donde se realiza la venta del boleto o del servicio de carga. A juicio de **Humphreys**, existe una adecuada diversificación de los ingresos de la compañía. A continuación se presenta esta distribución para los años 2008 y 2009:



Ingresos por tipo de negocio

Los ingresos de la compañía provienen en su mayoría del negocio de transporte de pasajeros. Asimismo, **LAN** posee ingresos asociados al negocio de transporte de carga, lo cual realiza a través de los mismos aviones de pasajeros como a través de cargueros especializados, con lo cual se optimiza la capacidad productiva de su flota. Durante 2009 el transporte de carga presentó una disminución asociada a la debilidad que presentaron los mercados globales, con contracciones de demanda importantes, que han mermado el transporte en prácticamente todas las rutas que opera la compañía, aunque desde 2010 se ha recuperado. El *mix* de negocio de los últimos años se presenta en el siguiente gráfico:



Propuesta de fusión LAN-TAM

El 13 de agosto de 2010, los controladores de **LAN** y la empresa brasileña "TAM Empreendimentos e Participacoes S.A.", controladora de la aerolínea de esa nacionalidad TAM, anunciaron un "Memorándum de entendimiento", cuyo objeto es lograr la combinación de ambas compañías. **LAN** pasaría a denominarse "LATAM Airlines Group S.A." ("LATAM"), aunque se conservarían las marcas y operaciones locales de cada empresa, que en el caso de TAM incluyen filiales de pasajeros en Brasil y Paraguay.

La operación se llevaría a cabo mediante el canje de acciones, a una razón de 0,9 acciones de **LAN** por cada acción de TAM, y la empresa sería controlada mediante un pacto de accionistas entre los controladores actuales de ambas empresas. LATAM tendría la totalidad de los derechos económicos de TAM, aunque los controladores actuales de esta sociedad conservarían el 80% de las acciones con derecho a voto, con el objeto de cumplir con la normativa brasileña, que exige que las aerolíneas de ese país tengan un máximo de 20% de propiedad extranjera.

Las acciones de LATAM se transarían en la Bolsa de Valores de Santiago, y en la de Nueva York a través de ADR, mientras que en Brasil lo harían a través de BDR, modalidad similar a los ADR. Las acciones de TAM se deslistarían tanto del Bovespa brasileño como del NYSE de Estados Unidos.

La empresa combinada ofrecería servicios hacia 120 destinos en 23 países en América, Oceanía y Europa, transformándose en la aerolínea líder de Latinoamérica. **LAN** y TAM poseen acuerdos de *code-sharing* entre ellas desde hace tres años, además de haber participado en compras conjuntas de aviones, con el objeto de acceder a mejores precios de adquisición. Por otra parte, mientras LAN es miembro de la alianza *Oneworld*, TAM lo es de *Star Alliance*.

Dentro de las ventajas de la operación conjunta de ambas empresas es que ello permitiría complementar de manera adecuada los negocios que actualmente poseen por separado, puesto que **LAN** tiene filiales de pasajeros locales en Chile, Argentina, Perú, Ecuador y Colombia, mientras que TAM las tiene en Brasil y Paraguay, lo que implicaría que la nueva sociedad pasaría a cubrir prácticamente toda Sudamérica. Además, existe el potencial de poder aplicar a los vuelos de TAM el modelo de transporte de carga utilizado por **LAN**, lo que permitiría incrementar la rentabilidad de la operación de TAM.

Otros tipos de beneficios resultantes de la unión son la disminución de costos, por ejemplo de las operaciones duplicadas en aeropuertos, y el aumento de ingresos al tener una oferta mayor de vuelos, por tener una red más extensa. En total, se estiman en cerca de US\$ 400 millones el valor anual de la sinergia generada por la unión.

La siguiente es una comparación entre las operaciones de **LAN** y TAM:

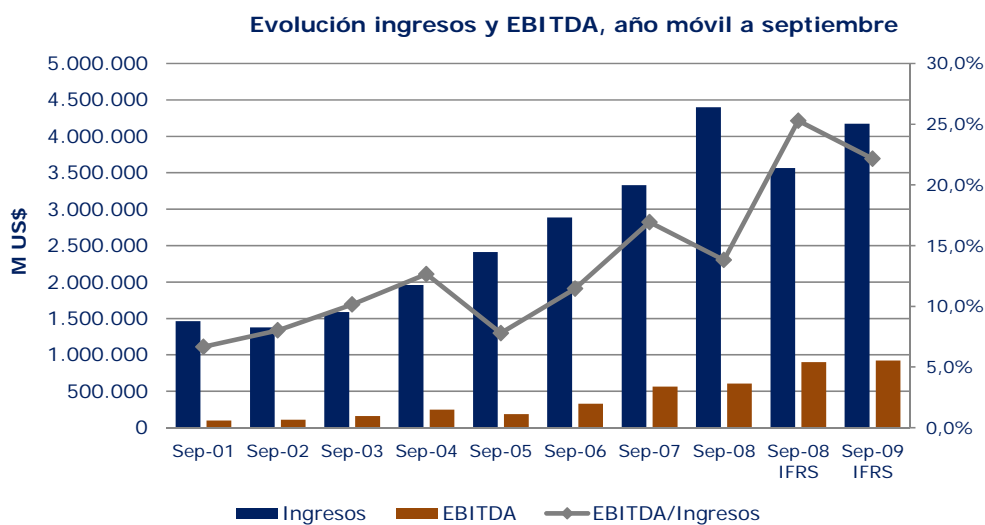
	TAM	LAN
Pasajeros (millones)	30,4	15,4
Miembros programa de fidelidad (millones)	7	4
Destinos	63	70
Países	14	17
Aviones	143	98
Aviones encargados	93	121
Toneladas transportadas	183	649
Ingresos (MMM US\$, 2009)	4,9	3,7
EBITDAR (MMM US\$, 2009)	0,7	0,8
Tasa EBITDAR	14%	22%
Deuda Financiera sept. 2010 MM US\$	5.893	3.101

A septiembre de 2010, TAM tenía una deuda financiera de aproximadamente US\$ 5.893 millones, mientras que el EBITDAR (EBITDA más arriendos de aeronaves) alcanzó a US\$ 682 millones en 2009. Mientras, los mismos indicadores para **LAN** fueron de US\$ 3.101 millones y US\$ 823 millones, respectivamente. Por lo tanto, TAM presenta un mayor endeudamiento relativo que **LAN**, de cerca de ocho veces contra alrededor de 3,8 veces.

Evolución Financiera

Evolución de los ingresos y EBITDA

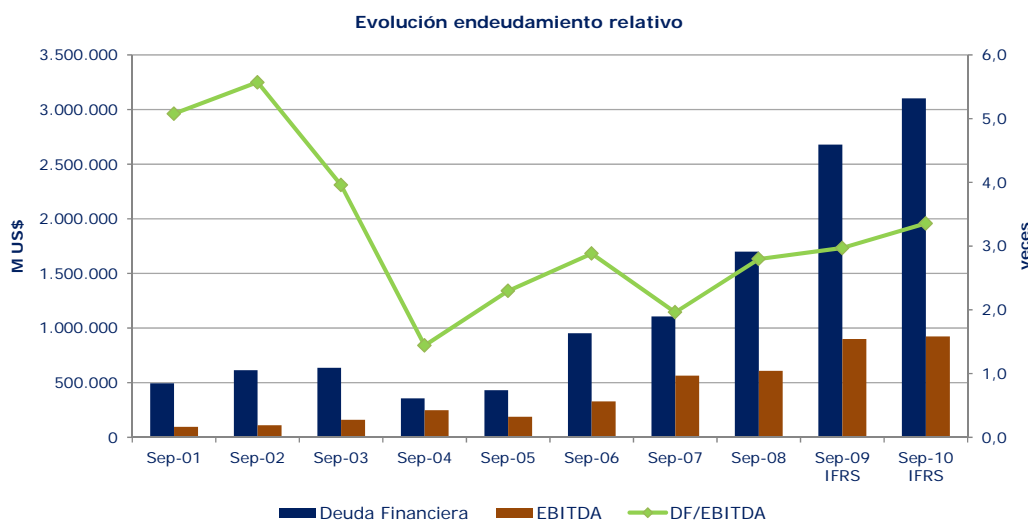
Los ingresos de la compañía están determinados por el transporte de pasajeros y de carga y por otros ingresos. A partir del año 2004, y ayudados por la entrada de la compañía en nuevos mercados, los ingresos de **LAN** han tenido un explosivo aumento, interrumpido sólo en 2009 por la contracción en actividad económica mundial. En tanto, desde la implementación del modelo de bajo costo, el EBITDA prácticamente se ha triplicado, en parte por las mayores ventas pero también por el incremento en la eficiencia, lo que ha permitido pasar de tasas de EBITDA sobre ingresos del orden del 10%-15% a tasas superiores al 20%.



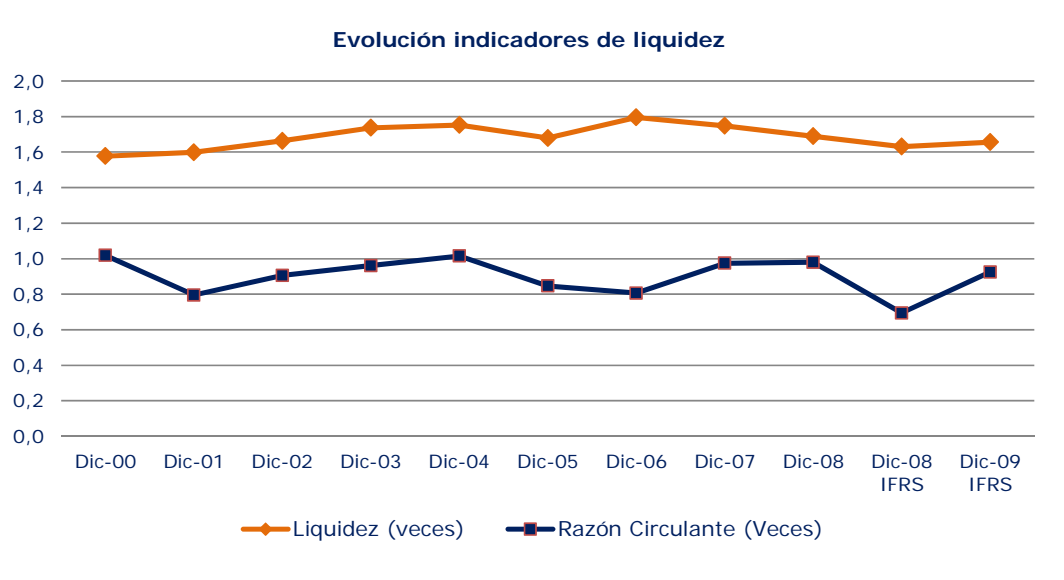
Cabe destacar que en las aerolíneas el EBITDA indica la generación del flujo de caja luego de pagar los arriendos operativos. Mientras, el EBITDAR es una medida comúnmente utilizada para este tipo de empresas que muestra la generación de recursos antes del pago de arriendos, lo que en parte ayuda a entender la flexibilidad financiera que posee una aerolínea, por el ahorro de arriendos que se generaría en caso de devolver las aeronaves, además de indicar el flujo de caja operacional que generaría en caso de ser dueña de todos los aviones en su flota. En 2009 la tasa de EBITDA de **LAN** alcanzó 20,6% y la de EBITDAR a 22,5%. Comparativamente, **LAN** presenta indicadores de EBITDA y EBITDAR superiores a los del promedio de las aerolíneas, ayudada por el negocio de carga, que para la empresa representa cerca de un 25% de los ingresos, para un promedio de la industria de en torno a 10%. Aunque los márgenes de EBITDAR varían bastante entre compañías, por lo general fluctúan entre el 5% y el 15%.

Evolución del endeudamiento y la liquidez

A septiembre de 2010, la deuda financiera total de **LAN** llegaba a US\$ 3.101 millones, de los cuales US\$ 516,6 millones (16,6%) correspondían a su porción de corto plazo y US\$ 2.584,7 millones a la de largo plazo.



En términos de liquidez, la compañía ha mantenido indicadores² adecuados, con un índice de razón circulante que ha estado en torno a una vez, indicando un calce entre sus pasivos y activos circulantes.



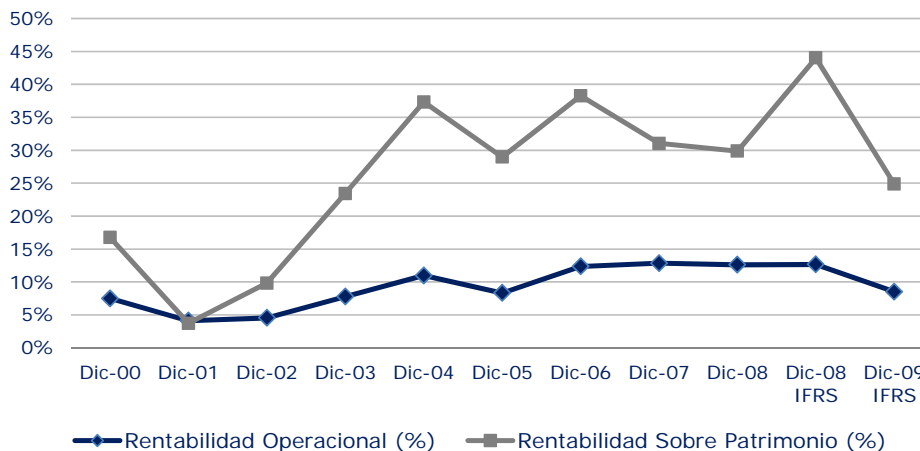
Cabe destacar que una gran parte de la deuda financiera de LAN corresponde a obligaciones de largo plazo, adquiridas para financiar los aviones de su operación. La compañía ha diseñado un plan de ampliación de flota que aumentará en cerca de un 80% el número de aviones que opera, sin considerar la nueva operación en Colombia.

Evolución de la rentabilidad

Desde la implementación del modelo de bajo costo, la rentabilidad operacional de los activos experimentó un aumento, pasando a ubicarse en torno a 8% y 13%, con un promedio de 11% en los últimos cinco años y de 10,6% bajo el estándar IFRS. La rentabilidad del patrimonio ha sido más volátil, entre otras razones porque la utilidad de cada ejercicio depende de factores no operacionales, incluyendo los mayores costos de financiamiento por la inversión en flota.

² Liquidez=Ingresos de explotación/(Costo de explotación-Depreciación); Razón circulante= Activos circulantes/Pasivos circulantes)

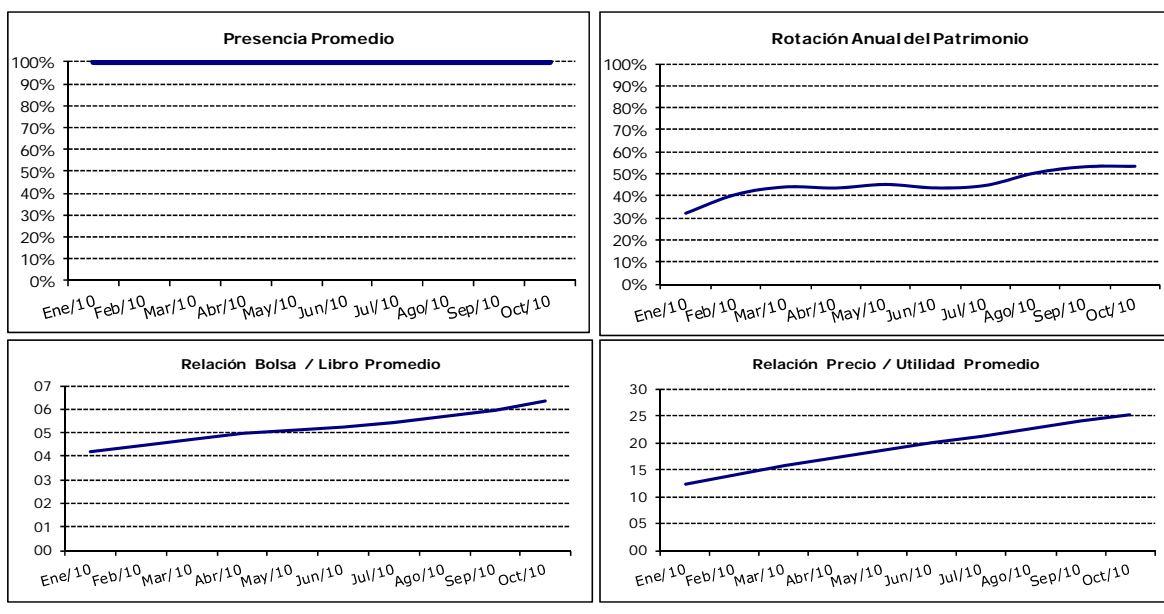
Evolución indicadores de rentabilidad



Acciones

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

Indicadores de Acciones



“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”