



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Informe anual

Analista

Carlos Ebersperger H.

Tel. (56-2) 433 5200

carlos.ebersperger@humphreys.cl

LAN Airlines S.A.

Noviembre 2011

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 2011

Estado de Resultados Consolidado, IFRS						
M US\$	2008	2009	2010	Ene-Sep 2009	Ene-Sep 2010	Ene-Sep 2011
Total Ingresos	4.301.667	3.655.513	4.523.328	2.479.907	3.131.924	4.182.935
Costo de Ventas	-2.893.944	-2.522.778	-3.012.698	-1.835.031	-2.171.413	-3.812.673
Total Gastos de Administración y Distribución	-769.466	-697.035	-887.776	-504.417	-637.315	-794.757
Resultado Operacional	638.257	453.883	622.854	245.357	412.122	370.249
Gastos Financieros	-125.488	-153.109	-155.279	-115.382	-116.545	-104.610
Ganancia (Pérdida)	338.312	233.032	420.925	122.122	256.474	204.224
EBITDA	877.378	739.579	964.584	470.954	661.561	666.767

Balance General Consolidado, IFRS				
M US\$	31-Dic-2008	31-Dic-2009	31-Dic-2010	30-Sep-2011
Activos Corrientes	1.077.190	1.408.971	1.533.069	1.209.927
Activos No Corrientes	4.119.676	4.363.001	5.252.828	5.862.574
Total de Activos	5.196.866	5.771.972	6.785.897	7.072.501
Pasivos Corrientes	1.551.460	1.523.339	2.144.019	2.105.066
Pasivos No Corrientes	2.876.802	3.142.707	3.341.818	3.630.091
Total de Pasivo	4.428.262	4.666.046	5.485.837	5.735.157
Patrimonio Total	768.604	1.105.926	1.300.060	1.337.344
Total de Patrimonio y Pasivos	5.196.866	5.771.972	6.785.897	7.072.501
Deuda Financiera	2.658.545	3.082.260	3.104.972	3.428.187

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 operaciones de pasajeros en Chile, Argentina, Perú, Ecuador y Colombia. El controlador es el grupo Cueto, con poco más de 34% de participación accionaria, estando en la actualidad en un proceso de asociación con la aerolínea brasileña TAM.

En 2010 el emisor generó ingresos totales por US\$ 4.523 millones, un EBITDA de US\$ 964,6 millones y una utilidad de US\$ 420,9 millones. Al 30 de septiembre de 2011, su deuda financiera ascendía a US\$ 3.105 millones.

En la actualidad **LAN** se encuentra en proceso de obtener las autorizaciones necesarias para concretar la fusión con la aerolínea brasileña TAM, habiendo ya sido autorizada por las autoridades de libre competencia en Chile y Brasil, restando algunos trámites administrativos, más la aprobación de la junta de accionistas de **LAN** y la concurrencia a la oferta de canje de acciones de los accionistas de TAM. Se espera que el proceso concluya durante el primer trimestre de 2012.

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 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. 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 cinco años, incluyendo los últimos doce meses.

Conjuntamente, la clasificación de riesgo se ve favorecida por el buen posicionamiento de la marca LAN en los mercados relevantes para la empresa, en Chile a través de LAN Airlines y de sus filiales en Argentina, Perú y Ecuador, caracterizadas estos países por tener un alto potencial de crecimiento. La presencia local de la empresa en cinco países 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 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. Finalmente, se debe tener en cuenta el importante plan de inversión anunciado y en ejecución por la empresa, que supone un fuerte aumento de la flota y con ello también del endeudamiento financiero, recordando que por la volatilidad de la demanda los flujos de caja pueden contraerse severamente de un año a otro.

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 en su presencia promedio en el mercado. La clasificación, sin embargo, podría ser revisada a la luz de la fusión con TAM, dependiendo de las condiciones financieras que de ella resulten para LATAM.

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 Enero-Septiembre 2011

En los primeros tres trimestres de 2011 los ingresos de LAN alcanzaron a US\$ 4.083,5 millones, un incremento de 30,4% con respecto a igual lapso de 2010 (si se consideran los otros ingresos por función, las ventas llegaron a US\$ 4.182,9 millones, un 29,9% de aumento interanual). En el segmento de pasajeros, los ingresos aumentaron 32,1% hasta US\$ 2.935,4 millones (71,9% de los ingresos totales), lo que se explica

por un incremento de 17,9% en el volumen de tráfico y de 12,1% en el *yield* o ingreso por pasajero. Un 68,7% de los ingresos provino del segmento internacional, mientras el restante porcentaje fue de los vuelos nacionales. Mientras, en el segmento de carga los ingresos crecieron en 26,1% hasta US\$ 1.148 millones (28,1% de los ingresos totales), debido a un alza de 12,1% en el volumen y de 12,5% en el *yield*. Asimismo, los factores de ocupación pasaron de 78,9% a 80,6% para pasajeros y de 68,7% a 89,3% en carga.

En este período, el costo de ventas pasó a US\$ 3.017,9 millones (desde US\$ 2.171,4 millones en los primeros nueve meses de 2010), lo que implica un alza de 39%; los costos de distribución un 25,9% hasta US\$ 347,8 millones, los gastos de administración 23,9% a US\$ 289,1 millones y los otros gastos por función 23,5% hasta US\$ 157,9 millones: además de la mayor actividad del período, derivada entre otros de un incremento en la demanda nacional e internacional y de la incorporación de las operaciones colombianas, el incremento en los costos se debió al aumento del precio del combustible, lo que implicó que los costos por este concepto subieran un 52,1% hasta US\$ 1.282,3 millones. El gasto en remuneraciones, en tanto, aumentó en 34,7% hasta US\$ 761,1 millones, explicado por la incorporación de AIREs, por el mayor nivel de actividad y por la apreciación de las monedas locales frente al dólar. Si bien el gasto en arriendos no representa un porcentaje demasiado elevado de los costos y gastos totales (3,4% en lo que va de 2011) sí aumentó un 80,7%, por la recepción de nueve naves y las nuevas operaciones colombianas, que operan principalmente con naves arrendadas. De forma más general, los costos unitarios por ATK¹ del período crecieron en menor proporción que los costos totales, específicamente en 18,9%, lo que refleja el aumento de capacidad y vuelos durante el período.

La utilidad antes de interés minoritario para los nueve primeros meses de 2011 fue de US\$ 204,2 millones, retrocediendo así en 20,4%, principalmente por el aumento de los costos explicado anteriormente. Mientras, el EBITDA aumentó 0,8% hasta 666,8 millones, alza que se explica debido a que si bien el resultado operacional cayó 10,2%, el mayor número de aviones que componen la flota de **LAN** implicaron un mayor cargo por depreciación, lo que por otra parte significó el aumento del EBITDA.

Eventos Recientes²

Desde el primer trimestre de 2011 **LAN** consolida los resultados de la operación local en Colombia que se desarrolla a través de la filial AIREs, encontrándose inicialmente en un proceso de migración hacia la marca LAN, la cual fue incorporada como LAN Colombia a partir del 5 de diciembre de este año.

El 15 de febrero **LAN** comunicó que había firmado un contrato con Boeing de adquisición de tres naves B 767-316ER (con un valor a precio lista de US\$ 510 millones), que serían recibidos entre julio y septiembre de 2012.

¹ Medida de capacidad disponible, consistente en el número de toneladas disponibles multiplicado por los kilómetros volados.

² Para los desarrollos más relevantes de la asociación LAN-TAM, ver la sección correspondiente más adelante.

El 6 de abril de 2011 **LAN** enajenó Blue Express Intl. S.A. y Blue Express S.A., filiales de servicio de transporte courier terrestre, a la empresa chilena y relacionada a **LAN** Bethia S.A., por US\$ 54 millones, registrando una utilidad de US\$ 45 millones con la operación.

El 10 de mayo **LAN** anunció un contrato de compraventa con Boeing para la adquisición de otros cinco B 767-316ER a ser recibidos entre diciembre de 2012 y agosto de 2013, con un precio de lista total de US\$ 870 millones.

El 7 de junio la empresa informó que con motivo de la suscripción del acuerdo entre sus filiales ABSA y LAN Cargo con el Departamento de Justicia de los Estados Unidos de América (comunicado el 21 de enero de 2009), a raíz de la investigación por conductas contrarias a la libre competencia por la fijación de cargos por combustible realizada por el organismo, y de la acción civil y de clase iniciada a continuación contra 42 aerolíneas, LAN Cargo S.A. ("LAN Cargo") y Aerolinhas Brasileiras S.A. ("ABSA"), acordaron pagar, mediante un acuerdo judicial sujeto a aprobación, un total de US\$ 66 millones en indemnizaciones para terminar estas acciones.

El 22 de junio de 2011 **LAN** comunicó la suscripción de un contrato con el fabricante Airbus con el objeto de adquirir 20 aviones modelo A320 NEO, a ser entregados entre 2017 y 2018, con una tasación a precio lista de US\$ 1.700 millones.

Oportunidades y Fortalezas

Filiales nacionales y modelo de bajo costo: En pasajeros **LAN** posee filiales locales que operan vuelos dentro de Chile, Argentina, Perú, Ecuador, y recientemente en Colombia a través de AIRES. En todos ellos la empresa posee una participación de mercado relevante (78% en Chile, 77% en Perú, 28% en Argentina, 17% en Ecuador y 22% en Colombia), 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*" (bajo costo) que permite mejorar la eficiencia operativa y estimular de esa forma el desarrollo de estos mercados.

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 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. Adicionalmente **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 poco más 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 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 29,1% de los ingresos entre enero y septiembre de 2011, 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 aumentar y 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, 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 LAN, debido a su presencia a través de filiales locales.

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. 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 vacacionales, 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 la diversificación geográfica exhibida por **LAN** y la flexibilidad que tiene para devolver aviones en la medida que los contratos de arriendo van venciendo.

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 "Aa3"*, tanto en moneda doméstica como extranjera, en cambio Perú ha sido calificado con *"Baa3"*

y “BBB”, y Colombia como “Baa3” y “BBB-”. Por su parte, 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.

Antecedentes Generales

Descripción del negocio

LAN 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 (fluctúa alrededor de 30% en los últimos años) 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 un 34,01% de las acciones, a través de diversas sociedades.

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

LAN cuenta con una experiencia de 82 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 mayores aerolíneas, y a la fecha es una de las pocas que ha presentado utilidades consistentemente en los últimos dieciocho años, incluso en contextos de contracción económica o de 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, 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 (cercana 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 141 aeronaves, catorce 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 6,9 años (en el último año se incrementó debido a la incorporación de los aviones de AIRE, de mayor antigüedad), lo cual es consecuencia de una política emprendida desde el año 2000 con el fin de renovar las aeronaves. 75 de los aviones corresponden a la marca Airbus, 52 a Boeing, y catorce a Dash (operativos en Colombia). En los últimos dos años la empresa ha venido diseñado un plan de incorporación de aviones, sustentando esta expansión sobre la fortaleza de las demandas domésticas de los países en que opera, para lo cual espera un aumento neto de 52 aviones entre 2011 y 2014, para lo cual invertirá un total de US\$ 5.113 millones. 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, además dada su diversificación geográfica regional, **LAN** tiene la capacidad de poder asignar los aviones a los negocios que se visualizan con mayor demanda y crecimiento, de esta manera respondiendo a situaciones específicas que pueden presentarse en alguno de los mercados en que opera.

Propiedad

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.	90.575.407	26,7%
Inversiones Nueva Costa Verde Aeronáutica Ltda	17.745.000	5,2%
Inversiones Mineras del Cantábrico S.A.	7.079.095	2,1%
Total Controlador	115.399.502	34,01%
Axxion S.A.	27.103.273	8,0%
Inversiones Andes S.A.	22.288.695	6,6%
ADRs	12.539.150	3,7%
Banchile Corredora de Bolsa S.A.	11.507.389	3,4%
Larrain Vial Corredora de Bolsa S.A.	9.808.902	2,9%
Banco de Chile por cuenta de terceros no residentes	8.095.650	2,4%
Celfin Capital S.A. Corredora de Bolsa	5.655.313	1,7%
AFP Provida S.A Fondo tipo C	5.161.519	1,5%
AFP Provida S.A Fondo tipo A	5.161.519	1,5%
Otros	116.637.297	34,3%
TOTAL	339.358.209	100%

Axxion S.A. pertenece al holding Bethia S.A., de propiedad de la familia Solari-Heller, co-controladora de Falabella S.A.I.C, mientras que Inversiones Andes S.A. es de propiedad de la familia Eblen.

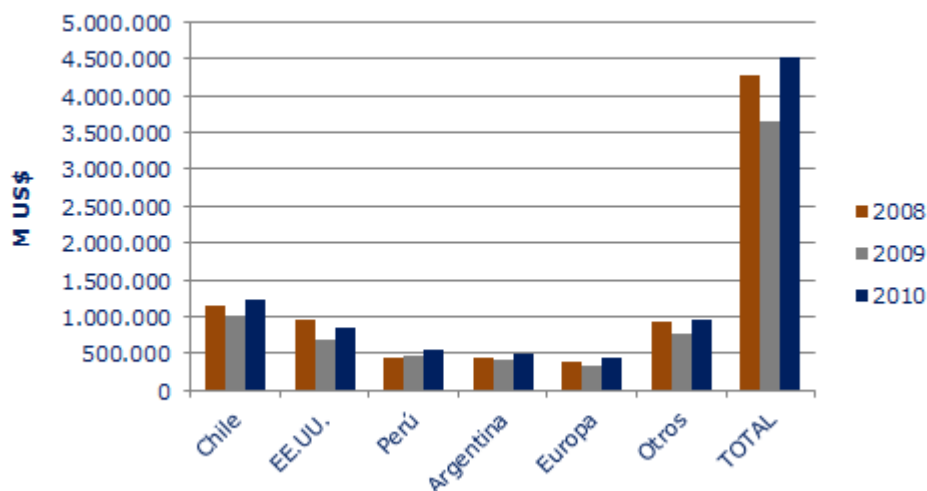
Distribución de ingresos

Los ingresos de **LAN** están ligados fundamentalmente a la venta de pasajes aéreos a través de sus distintas filiales locales y vuelos internacionales, y del negocio de carga operado a través de subsidiarias como ABSA, MasAir o 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 originan en diversos países y en rutas internacionales. Para efectos de su asignación, **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 la distribución de ventas por países para el período 2008-2011:

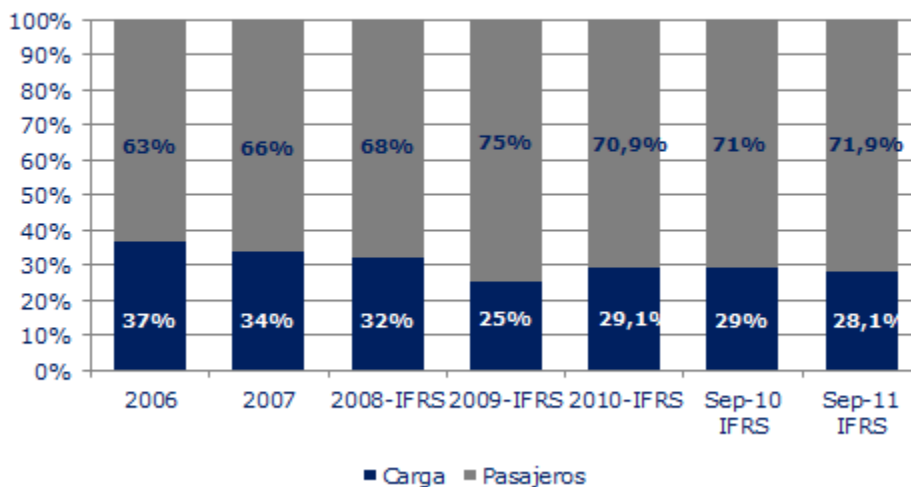
Distribución de ingresos por región



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:

Distribución de ingresos ordinarios



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 más de 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. 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.

El 19 de enero de 2011 se informó del acuerdo firmado entre los controladores de **LAN** y TAM respecto de la forma en que se llevaría a cabo la asociación, estableciendo las sociedades que serán dueñas de las acciones con derecho a voto de TAM y quiénes serían sus propietarios.

El 27 de enero de 2011 **LAN** y la Fiscalía Nacional Económica (FNE) firmaron un acuerdo extrajudicial mediante el cual esta última aprobó la asociación que dará origen a LATAM, lo que implica que la FNE desiste de llevar a cabo medidas contenciosas, comprometiéndose a cambio las aerolíneas a una serie de iniciativas

de mitigación. Este acuerdo fue presentado ante el Tribunal de Defensa de la Libre Competencia de Chile (TDLC) para su aprobación.

El 3 de marzo pasado **LAN** comunicó que el Consejo de la Agencia nacional de Aeronáutica Civil de Brasil autorizó la asociación propuesta entre la empresa y TAM.

El 21 de septiembre de 2011, el Tribunal de Defensa de la Libre Competencia (TDLC) emitió la resolución respecto de la fusión propuesta de **LAN-TAM**, autorizándola sujeta a condiciones de mitigación, incluyendo algunas adicionales a las acordadas inicialmente entre **LAN** y la FNE. Entre otros, LATAM deberá optar por operar en una de las alianzas posteriormente a los 24 meses de realizada la transacción. Actualmente **LAN** opera en One World, mientras que TAM lo hace a través de Star Alliance. El 4 de octubre **LAN** anunció que apelaba ante la Corte Suprema de Chile por tres de las medidas impuestas: las facultades otorgadas a la FNE y al consultor nombrado por ésta para revisar LATAM y tener acceso a su información; la necesidad de renunciar a cuatro frecuencias de Quinta Libertad en Lima; y la obligación de someter a previa aprobación del TDLC todo acuerdo de código compartido que LATAM suscriba con terceras aerolíneas, proponiendo en cambio que la consulta se haga con posterioridad a cada acuerdo. La empresa estima que la imposición de estas tres medidas tendría un costo no mayor a US\$ 10 millones en términos de pérdida de sinergias

El 11 de noviembre de 2011 **LAN** citó a una junta de accionistas para el 21 de diciembre del presente para someter a consideración de los accionistas de la sociedad la propuesta de fusión, notificando además que los directores de **LAN** decidieron recomendar a los propietarios aprobar la fusión.

A la fecha, queda pendiente el registro de la asociación por parte de la Stock Exchange Commission (SEC) de EE.UU., la Comissão de Valores Mobiliarios De Brasil, y de la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile, más el recurso presentado por **LAN** ante la Corte Suprema por tres de las catorce condiciones fijadas por el TDLC para la aprobación de la asociación. Ya han aprobado la fusión las autoridades de libre competencia de Alemania, España e Italia. En Brasil, el CADE (“Conselho Administrativo de Defesa Econômica”) aprobó la operación, estableciendo como condiciones que LATAM deberá escoger en el plazo de 24 meses una de las dos alianzas con que las operan **LAN** y TAM y que además deberá intercambiar con otras aerolíneas dos pares de *slots* de vuelo directo en el aeropuerto de Guarulhos, Sao Paulo, para la ruta entre esta ciudad y Santiago, ambas condiciones que **LAN** había presentado en enero de este año en el acuerdo extrajudicial con la FNE, las cuales también fueron incorporadas en las medidas de mitigación requeridas por el TDLC en Chile.

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

	TAM	LAN
Pasajeros (millones, 2010)	34,6	17,3
Miembros programa de fidelidad (millones)	8,9	4
Destinos	63	70
Países	14	17
Aviones	156	141
Aviones encargados	93	121
Toneladas transportadas (2010)	234	780
Ingresos (MM US\$, año móvil al 30 sept. 2011)	6.874	5.485,4
EBITDA (MM US\$, año móvil al 30 sept. 2011)	888,6	871,0
Tasa EBITDA	12,9%	15,9%
Deuda Financiera sept. 2011 MM US\$	4.886,3	3.428,2

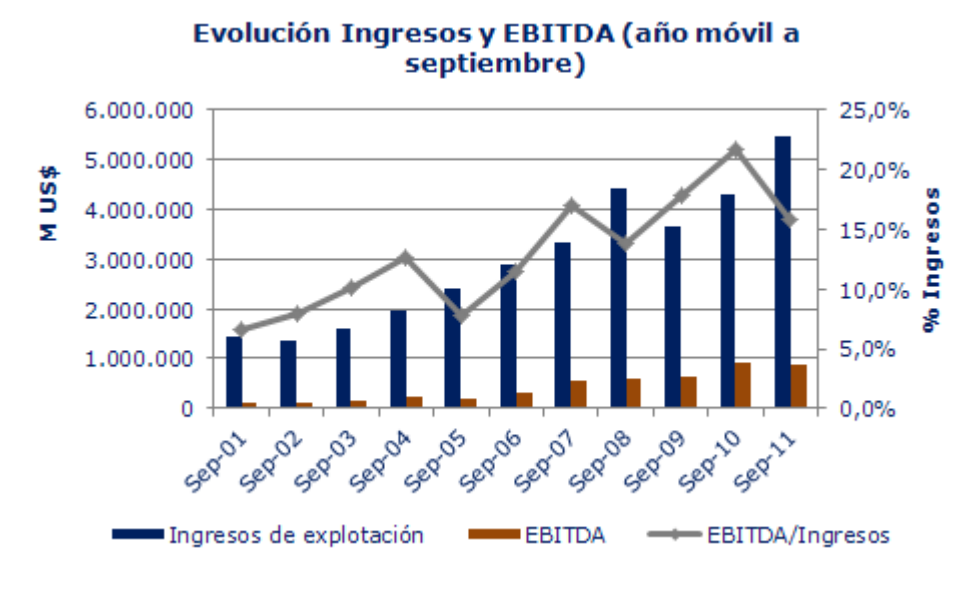
A septiembre de 2011, TAM tenía una deuda financiera de aproximadamente US\$ 4.886 millones³, mientras que el EBITDA generado fue de US\$ 887 millones al año móvil cerrado el 30 de septiembre pasado, lo que indica una relación de endeudamiento relativo de 5,5 veces. Por su parte, los mismos indicadores para **LAN** fueron de US\$ 3.428 millones y US\$ 871 millones, respectivamente. Por lo tanto, TAM presenta un mayor endeudamiento relativo que **LAN** (que en este último caso llegaba a 3,9 veces al cierre de septiembre), aunque en el caso de TAM los ratios de generación de flujo han mejorado en el último par de años, disminuyendo su ratio de *leverage* financiero a flujo de caja. Con las cifras anteriores LATAM tendría un ratio de deuda financiera a EBITDA de 4,75 veces, mayor al actualmente exhibido por **LAN**.

Evolución Financiera

Evolución de los ingresos y EBITDA

Los ingresos totales de la compañía están compuestos por las ventas asociadas con 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 importante 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%.

³ Tipo de cambio Real Brasileño/Dólar de EEUU al 30 de septiembre de 2011.



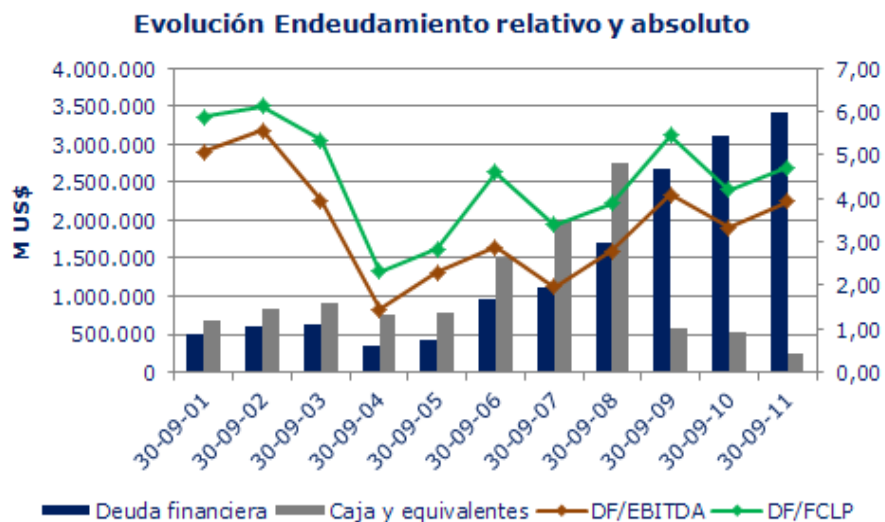
Cabe mencionar que en las aerolíneas el EBITDA indica el flujo de caja luego de pagar los arriendos operativos, por lo que corresponde a la generación de caja efectiva. Mientras, el EBITDAR es otra medida comúnmente utilizada para este tipo de empresas y que muestra la generación de recursos antes del pago de arriendos, lo que 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 permitir la comparación entre empresas que operan con distinto *mix* de aviones arrendados y propios. En 2010 la tasa de EBITDA de **LAN** alcanzó 21,3% y la de EBITDAR a 23,5%. Comparativamente, **LAN** presenta indicadores de EBITDA y EBITDAR superiores a los del promedio de las aerolíneas, consecuencia en parte por la mayor proporción que representa el negocio de carga en sus ingresos (29%-31%), para un promedio de la industria de en torno a 10%. A septiembre de 2011 se observa una caída en el margen EBITDA a consecuencia de las alzas de costos anteriormente explicadas, por mayores precios de combustibles principalmente.

Evolución del endeudamiento y la liquidez

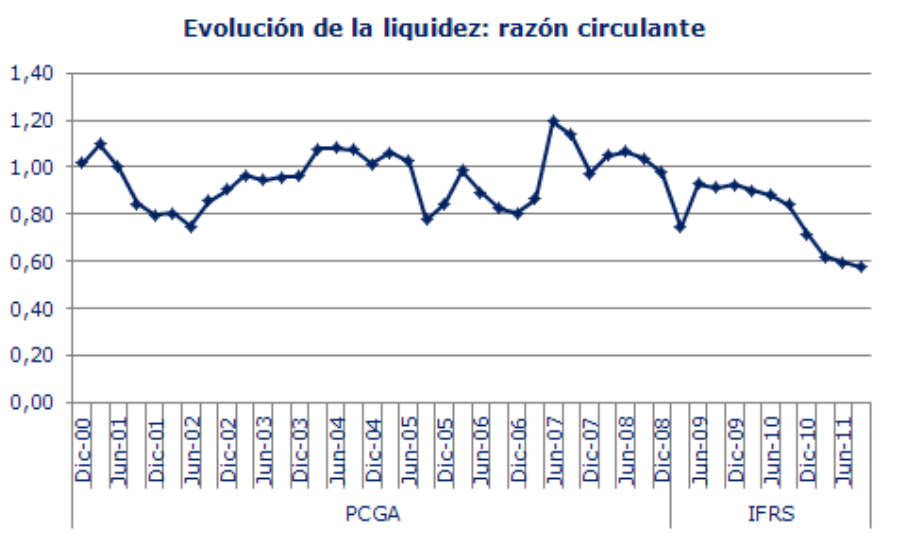
Al 30 de septiembre de 2011, la deuda financiera de **LAN** llegaba a US\$ 3.428,2 millones, de los cuales US\$ 604,9 millones (17,6%) correspondían a su porción de corto plazo y US\$ 2.584,7 millones a la de largo plazo. En su mayor parte la deuda financiera corresponde a créditos tomados para el financiamiento de los aviones incorporados, existiendo otra porción que corresponde a otros pasivos de cobertura (para tasa de interés, combustible, moneda extranjera) cuyo valor justo al 30 de septiembre era de US\$ 198,6 millones, los que naturalmente están afectos a las variaciones propias en su valorización de mercado a lo largo del tiempo.

A Septiembre, **LAN** contaba con US\$332,0 millones en caja, depósitos a plazo y valores negociables, lo que representa un 6,1% de los ingresos percibidos en los últimos doce meses. Al 30 de septiembre de 2011, la Compañía tiene un saldo de PDP (depósitos pre entrega de aviones, PDP por sus siglas en inglés) a favor de

los fabricantes de aeronaves por US\$1.054,1 millones, siendo US\$526,3 millones pagados con fondos propios. Al 30 de septiembre de 2011, LAN mantenía líneas de crédito comprometidas por US\$160 millones.



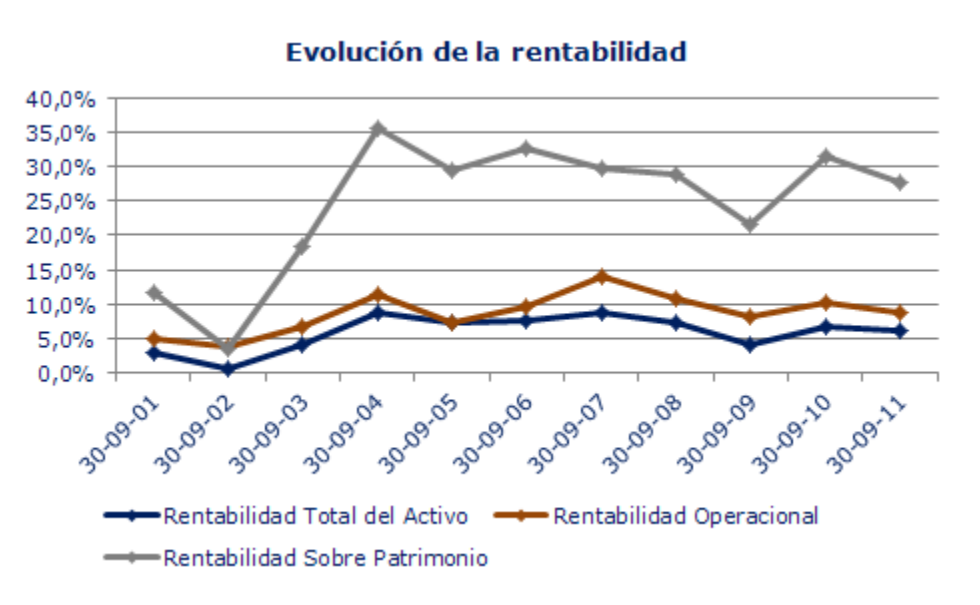
En términos de liquidez, medida como razón circulante (activos corrientes sobre pasivos corrientes), la empresa ha mostrado en general indicadores menores a uno, moviéndose usualmente entre 0,8 y una vez. A partir de diciembre de 2010 se observa un deterioro de la razón circulante, entre otros causado por la disminución del efectivo y equivalentes y por un aumento en los pasivos financieros corrientes y los acreedores comerciales, lo último originado por el mayor volumen de actividad y por mayores cuentas por pagar de combustible.



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.

Evolución de la rentabilidad⁴

A partir de 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 10,4% en los últimos cinco años. La rentabilidad del patrimonio ha sido más volátil, fluctuando entre 20% y 35%, entre otras razones porque la utilidad de cada ejercicio depende de factores no operacionales, incluyendo los mayores costos de financiamiento por la inversión en incrementar el tamaño de la flota.

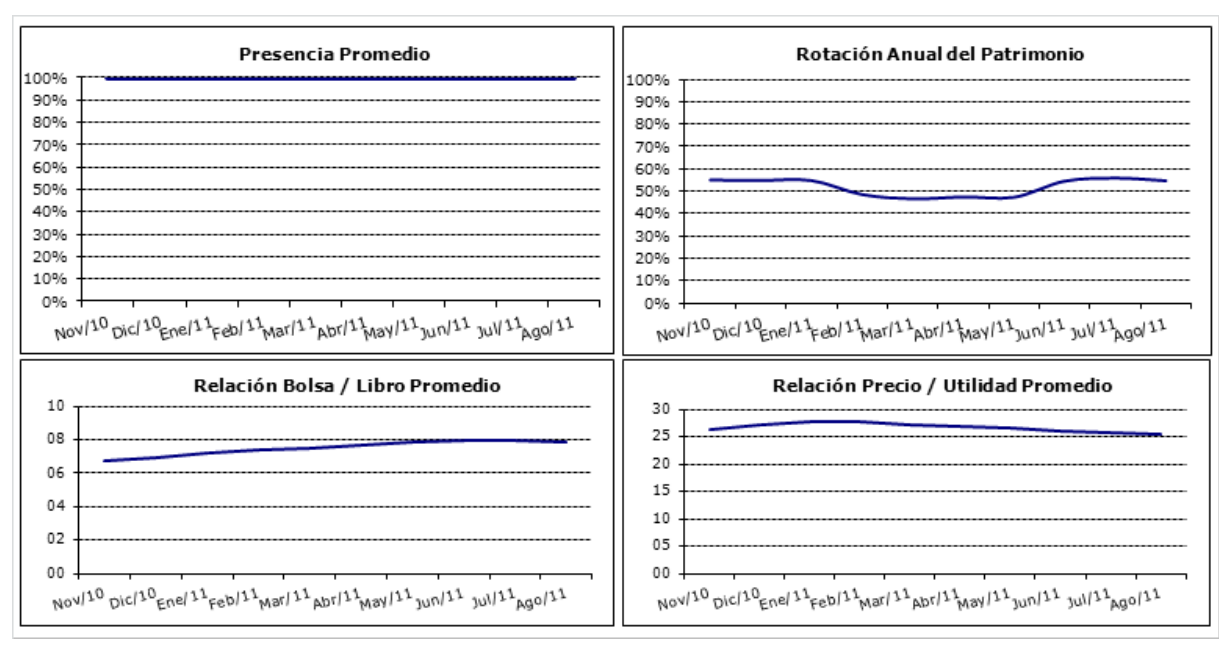


⁴ Rentabilidad total del activo= utilidad del ejercicio / activos promedio (descontados los activos en ejecución y terrenos); rentabilidad operacional = Resultado operacional / (Activos Corrientes, Promedio + Propiedades Planta y Equipo, Promedio); Rentabilidad sobre patrimonio=utilidad del ejercicio / patrimonio total promedio

Acciones

Las acciones de LAN 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:

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”