

LAN Airlines

Septiembre 2009

Categoría de Riesgo y Contacto			
Tipo de Instrumento	Categoría	Contactos	
Acciones Tendencia	Primera Clase Nivel 1 Estable	Gerente a Cargo Analista Teléfono Fax	Aldo Reyes D. Andrés Silva P. 56-2-433 5200 56-2-433 5201
Otros Instrumentos	No hay	Correo Electrónico Sitio Web	ratings@humphreys.cl www.humphreys.cl
EEFF base	30 de junio de 2009	Tipo de Reseña	Nueva Clasificación

Opinión

Fundamento de la Clasificación

Lan Airlines S.A. (LAN) es una compañía chilena, creada en el año 1929 y dedicada al transporte aéreo, tanto de pasajeros como de carga. Si bien las operaciones de la empresa tienen una presencia global, su mercado geográfico más relevante es América de Sur, México y Miami. A la fecha, la compañía mantiene filiales en Argentina, Perú y Ecuador. La propiedad pertenece principalmente a los grupos Cueto y Piñera, quienes a través de un pacto de accionistas controlan en conjunto el 51% de la sociedad.

La clasificación de los títulos accionarios de la sociedad en "**Categoría Primera Clase Nivel 1**" se fundamenta primordialmente en la alta presencia que poseen los títulos accionarios en la bolsa local, registrando una presencia mensual ajustada de 100% durante un periodo mayor a 36 meses.

Asimismo, la clasificación considera la solvencia de la compañía, la cual se basa en que el emisor ha logrado desarrollar un modelo de negocio que alcanza adecuados niveles de competitividad y, con ello, puede sostener 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.

Complementariamente, la clasificación de riesgo se ve favorecida por el buen posicionamiento de la marca LAN en los mercados relevantes para la empresa, que en Sudamérica se caracterizan por tener un alto potencial de crecimiento. La estrategia de la compañía incluye operaciones a través de filiales en Argentina, Perú y Ecuador.

Adicionalmente, la clasificación de riesgos considera la cobertura de los servicios de la compañía en donde se enmarcan las alianzas bilaterales y multilaterales suscritas, destacando entre ellas *OneWorld*, una asociación de ocho aerolíneas líderes a nivel mundial que permiten a LAN ofrecer a sus clientes un mayor número de destinos finales de manera integrada. Otro elemento positivo que incorpora este proceso evaluativo, es la activa participación del emisor en el negocio de carga. Ello contribuye a maximizar el espacio de transporte de cada avión, generando, en términos de ocupación, un *breakeven* menor al 16%.

Todo lo anterior repercute en un modelo de negocio que a la fecha se considera exitoso, con barreras de entrada relevantes en términos logísticos y de escala, así como de posicionamiento de mercado respecto a la marca.

En cuanto al endeudamiento, la compañía posee un alto *ratio* de deuda sobre patrimonio en comparación a otros actores globales de similar tamaño. Sin embargo, al analizar el perfil de deuda de la misma, se observa que el servicio anual para los próximos cinco años no supera los US\$ 460 millones, lo que asociado a un *Ebitda* de US\$ 711 millones (a diciembre de 2008) y una elevada disponibilidad de caja (promedio de US\$ 300 millones durante los últimos tres años, con un mínimo de US\$ 96 millones), permiten presumir una holgura suficiente para que la compañía cumpla con sus obligaciones financieras incluso en escenarios de alto *stress*.

En contraste con lo anterior, y dentro de los elementos que acotan la clasificación de la solvencia en la sociedad, se toma en consideración el riesgo propio inherente del mercado en el cual se desenvuelve (comparativamente elevado). Éste se caracteriza por la alta volatilidad de la demanda, la recurrencia de la entrada de operadores que compiten por la variable precio y los riesgos propios de las inversiones en aviones.

La demanda por transporte aéreo, tanto de carga como de pasajeros, ha mostrado ser altamente sensible en períodos de contracción económica o cuando otras variables 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, Torres Gemelas y crisis de Argentina) y también a partir del último trimestre de 2008 (al menos en lo que respecta al tráfico internacional).

En un mirada de largo plazo, los planes de expansión de los operadores de la industria en lo que se refiera a compra de aviones, por ejemplo, pueden comprometer su liquidez si en el proceso mismo de crecimiento se suceden contracciones significativas en la demanda, especialmente si las inversiones han sido un elemento común a la industria y, por lo tanto, conllevan a un incremento en la oferta del servicio. Visto desde otra perspectiva, los procesos de inversión presentan un riesgo comparativo elevado producto de la alta sensibilidad de la demanda a los cambios en el entorno económico. Dado ello, para categorías similares de riesgo, **Humphreys** es más exigente en lo relativo a niveles de endeudamiento para el sector aéreo.

Además, en el contexto de la industria, **Humphreys** reconoce la aparición recurrente de empresas que ofrecen vuelos de bajo costo, los cuales, al margen de sus resultados en el largo plazo, afectan la rentabilidad y los márgenes de la industria como un todo.

El proceso de clasificación también indica que **LAN**, producto de sus filiales operativas en Argentina, Perú y Ecuador, está expuesta a un escenario de mayor riesgo en relación con el asociado exclusivamente a Chile. Este último, en lo que se refiere a su nivel de riesgo, ha sido Clasificado en "*Categoría A1*", en cambio Perú ha 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.

Asociado con lo anterior, la categoría de riesgo asignada considera como elemento de juicio que la emisión de bonos de **LAN** se asocia a la matriz chilena, mientras que parte de sus flujos se generan fuera del país y deben ser traspasados por las filiales a través de dividendos, salvo que se produzcan procedimientos legales alternativos. Lo anterior crea un riesgo asociado a eventuales cierres al mercado de divisa en los restantes países donde opera la compañía. Adicionalmente, en el caso del pago de dividendos, está sujeta a la obtención de utilidades contables.

Por otra parte, el proceso de clasificación considera como negativa la alta correlación de los costos de la compañía con el precio del petróleo, el cual ha mostrado una alta volatilidad a través del tiempo. Si bien se reconoce que las aerolíneas poseen mecanismos para traspasar estos mayores

costos a precios, ellos no necesariamente son instantáneos y aun cuando lo fueren, no inhiben los efectos negativos en aquellos segmentos de la demanda con mayor sensibilidad al precio final de los pasajes.

La perspectiva de la clasificación 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.

Para mantener esta clasificación, es necesario que la empresa no deteriore de manera significativa sus índices globales de rentabilidad operacional y logre hacer frente de manera consistente a escenarios de mayor competencia. Asimismo se espera que los títulos accionarios de la compañía mantengan la liquidez exhibida a la fecha.

Definición Categoría 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

A junio de 2009 los ingresos de la compañía presentaron una variación real de -18% con respecto a igual periodo del año anterior, alcanzando a la fecha los US \$ 1.667 millones. El negocio de transporte de pasajeros presentó una variación de 8,5% mientras que el de carga cayó en un 38,4% sus ingresos. La caída en el negocio de pasajeros está asociada principalmente a un menor precio de los pasajes por menor cargo de combustible junto con caídas nominales de los precios. En tanto el negocio de carga se vio afectado principalmente por la contracción económica mundial que ha impactado las toneladas transportadas a nivel industria, lo que afectó tanto el precio como el tráfico.

En términos de costos de explotación, LAN presentó una variación real a nivel consolidado de -15,9%, registrando a junio de 2009 costos por US \$ 1.514 millones. En términos relativos, la relación costo/ingreso de la compañía pasó de 88,4% en junio de 2008 a 90,8% en junio de 2009.

Con lo anterior, el resultado operacional de la compañía fue un 34,9% inferior a lo registrado a junio de 2008, alcanzando a la fecha los US\$ 153 millones.

No obstante lo anterior, la compañía presentó una pérdida por cobertura de combustible que asciende a US\$ 110,6 millones a junio de 2009, producto de la caída en el precio del petróleo. A junio de 2008 LAN registró una utilidad de US\$ 30,7 millones por este concepto.

Como consecuencia de lo anterior, la utilidad de la compañía a junio de 2009 es \$ 69,2 millones, un 56,8% menor a lo registrado a junio de 2008.

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 en comparación con el negocio de pasajeros, aporta diversificación a las ventas. La compañía es una sociedad anónima abierta, ligada a capitales nacionales, donde destaca el consorcio controlador conformado por los grupos Cueto y Piñera, quienes en conjunto poseen el 51% de las acciones.

La compañía posee filiales en Chile, Argentina, Perú y Colombia, con los cuales desarrollan tanto las rutas nacionales, como las regionales (Latinoamérica) y de largo alcance (resto del mundo).

La compañía posee una experiencia de 80 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 presenta utilidades en un contexto de contracción económica, con altas presiones en la estructura de costos de cada compañía.

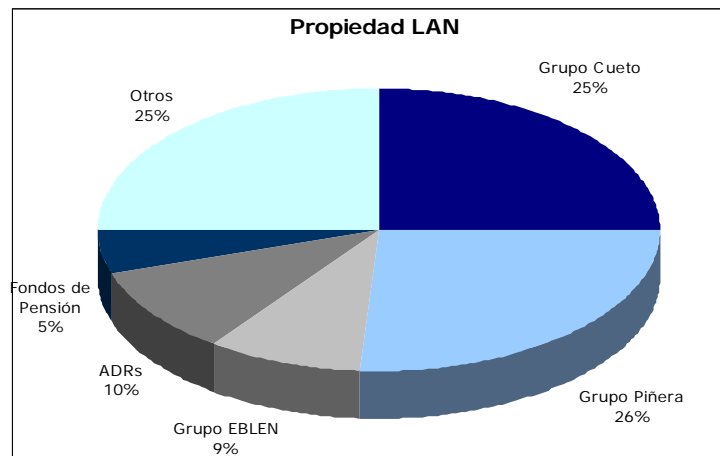
LAN cuenta con una flota a la fecha de 95 aviones de los cuales el 12% corresponde a aviones de carga. En términos comparativos, la flota de la compañía se considera de adecuada antigüedad (5,2 años), lo que en opinión de **Humphreys** contribuye a disminuir los costos de operación de la compañía, gracias a menores mantenimientos y mayor eficiencia en el consumo de combustible de cada avión.

LAN Airlines, ha logrado consolidar a través del tiempo una cobertura de rutas importante tanto dentro de los países donde opera, como a nivel internacional, abarcando a la fecha rutas

domesticas, regionales y de largo alcance (intercontinentales). Lo anterior genera una barrera de entrada importante frente a la competencia.

Propiedad y Administración

La compañía, como se mencionó anteriormente, es una sociedad anónima abierta que se transa actualmente en el IPSA. Por lo anterior la propiedad de la misma esta ligada a grupos empresariales, AFP y otros inversionistas. No obstante lo anterior, existe un grupo controlador, generado a través del consorcio entre el grupo Piñera y Cueto, el cual posee el 51% de las acciones de la sociedad. En el siguiente grafico se especifica la propiedad de la compañía a marzo de 2009.

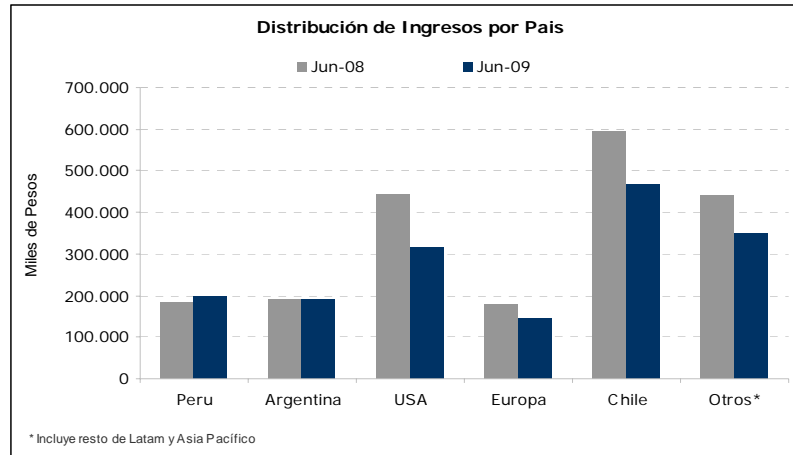


Distribución de Ingresos

Los ingresos de **LAN** están ligados fundamentalmente a la venta de pasajes aéreos a través de sus distintas filiales. Asimismo la compañía percibe ingresos ligados al negocio de carga que opera a través de su filial LAN Cargo. Dado lo anterior, los ingresos de la compañía 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.

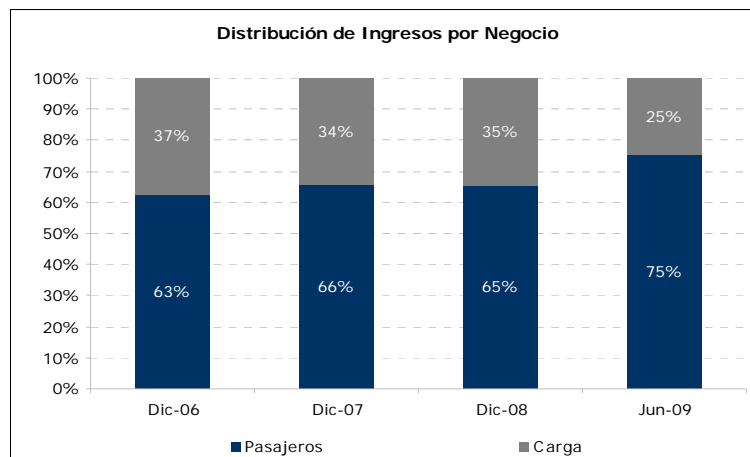
Ingresos por País

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, ya sea de transporte de pasajeros o de carga. A juicio de **Humphreys** existe una adecuada diversificación de los ingresos de la compañía. A continuación se presenta esta distribución a junio de 2009 y 2008:



Ingresos por Tipo de Negocio

Los ingresos de la compañía provienen principalmente del negocio de transporte de pasajeros. Asimismo la compañía posee ingresos asociados al negocio de transporte de carga, lo cual realiza a través de aviones cargueros especializados así como también dentro de los aviones de transporte de pasajeros, con lo cual se optimiza la capacidad productiva de su flota. Durante el año 2009, el transporte de carga ha presentado una disminución asociado a la debilidad que presentan los mercados globales, con contracciones de demanda importantes, que han mermado el transporte en prácticamente todas las rutas que opera la compañía. El *mix* de negocio de los últimos años se presenta en el siguiente gráfico:



Evolución Financiera

Ingresos

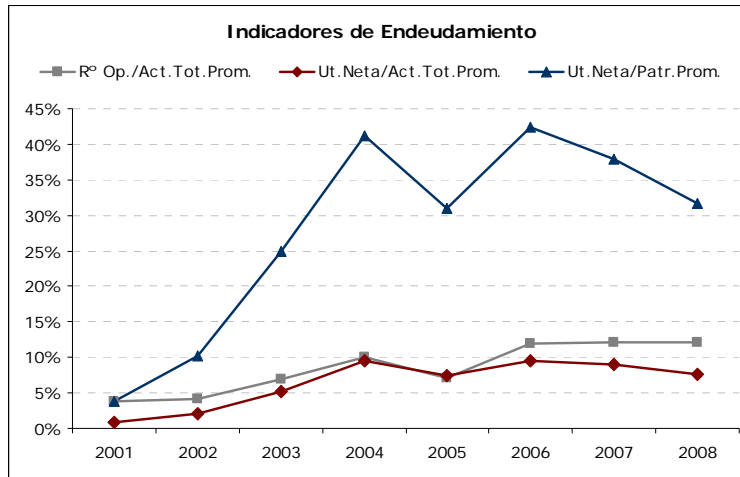
Como se mencionó anteriormente en el informe, los ingresos de la compañía están determinados por transporte de pasajeros, carga y otros ingresos. El crecimiento anual compuesto de los últimos cuatro años alcanza un 21%, siendo el negocio de pasajeros el que mayor dinamismo ha mostrado.

MMUS\$	Dic-04	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08
Pasajeros	1.169,0	1.460,6	1.813,4	2.197,2	2.858,9
Carga	799,7	910,5	1.072,7	1.154,3	1.527,1
Otros	124,2	135,3	147,9	173,4	148,2
Total Ingresos	2.092,9	2.506,4	3.034,0	3.524,9	4.534,2

Variación	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	CAGR
Pasajeros	25%	24%	21%	30%	25%
Carga	14%	18%	8%	32%	18%
Otros	9%	9%	17%	-15%	5%
Total Ingresos	20%	21%	16%	29%	21%

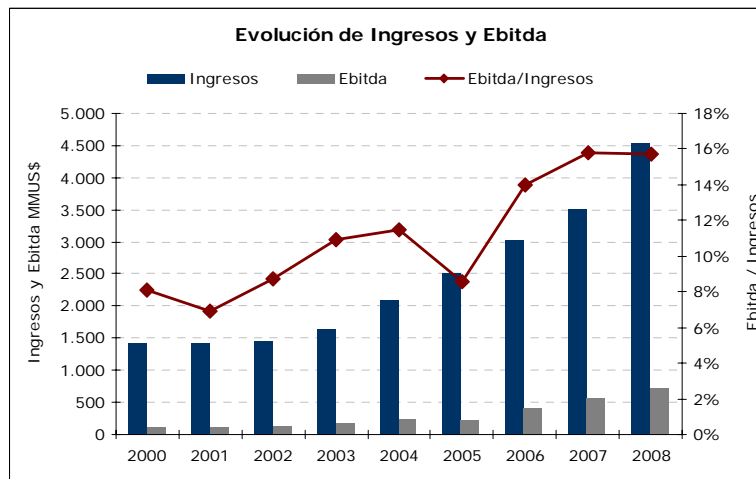
Rentabilidad

La compañía durante los últimos cinco años ha mostrado una rentabilidad promedio de sus activos en torno al 10,7% medida como rentabilidad operacional sobre los activos operacionales. A diciembre de 2008 la rentabilidad alcanzó un 12,2%. En términos comparativos, la compañía presenta una rentabilidad superior a otros actores del mercado, y en especial con una mayor estabilidad, dentro de un mercado caracterizado por altas variaciones en los resultados de las compañías. El siguiente grafico muestra la evolución de la rentabilidad del activo y el patrimonio de la compañía:



EBITDA

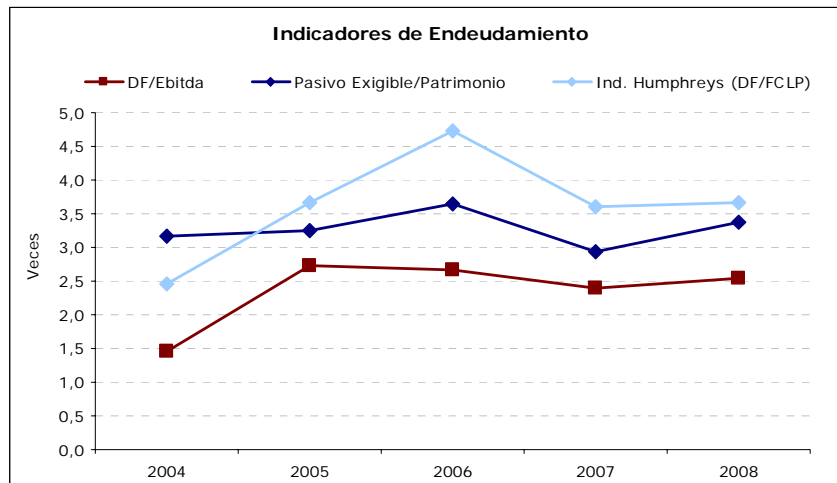
En términos de EBITDA, la compañía ha presentado un crecimiento anual compuesto para los últimos cinco periodos de 31,7%. La relación entre el EBITDA de la compañía y sus ingresos alcanza a diciembre de 2008 un 15,7%, y en promedio para los últimos cinco años ha sido de 13,1%. A continuación se muestra gráficamente la evolución del EBITDA en relación a los ingresos de la compañía:



Endeudamiento

En términos de endeudamiento, la compañía presenta una deuda financiera a junio de 2009 por US\$ 1.806 millones, lo que representa un aumento real de 36% con respecto a junio de 2008. La deuda de la compañía se compone exclusivamente de deuda bancaria, y solamente el 8,4% de la misma se encuentra en el corto plazo. Al relacionar la deuda financiera con el EBITDA se observa que a diciembre de 2008 el ratio de DF/EBITDA alcanzaba las 2,5 veces.

Humphreys utiliza para medir el endeudamiento, la capacidad de generación de flujo de la compañía en el largo plazo (FCLP) en base a la rentabilidad promedio de los activos para los últimos cinco años. Bajo este concepto, la Deuda Financiera de la compañía sobre FCLP es 3,7 veces a diciembre de 2008. Lo anterior es consistente con un nivel de solvencia de la compañía acorde a la Categoría Primera Clase nivel 1 asignada a sus títulos accionarios de **LAN**. A continuación se especifica la evolución del endeudamiento para los últimos cinco periodos:



Indicadores de Acciones

Las acciones de la compañía poseen una Presencia Ajustada del 100% para los últimos periodos, lo que respalda la categoría de riesgo asignada a las mismas, por cuanto se observa adecuada liquidez de los títulos. A continuación se señalan indicadores relacionados a la acción de la compañía:

