



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

## Cambio clasificación

Analista  
Carlos García B.  
Tel. (56-2) 433 5200  
carlos.garcia@humphreys.cl

## LATAM Airlines Group S.A. (Ex Lan Airlines S.A.)

Junio 2012

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	Primera Clase Nivel 2
Tendencia	Estable
Otros Instrumentos	No hay
EEFF base	31 de marzo de 2012

### Estado de Resultados Consolidado, IFRS<sup>1</sup>

En miles de US\$	2009	2010	2011	Ene-Mar 2011	Ene-Mar 2012
Total ingresos	3.655.513	4.523.328	5.718.244	1.364.874	1.536.682
Costo de ventas	-2.522.778	-3.012.698	-4.078.598	-951.704	-1.119.399
Gastos de administración y distribución	-596.552	-715.348	-885.545	-205.296	-243.300
<b>Resultado operacional</b>	<b>435.700</b>	<b>622.854</b>	<b>539.690</b>	<b>150.064</b>	<b>113.157</b>
Costos financieros	-153.109	-155.279	-139.077	-35.913	36.700
<b>Utilidad (pérdida) del ejercicio</b>	<b>233.032</b>	<b>420.925</b>	<b>320.571</b>	<b>97.361</b>	<b>73.403</b>
EBITDA <sup>2</sup>	739.588	964.550	944.632	247.425	219.643

### Balance general IFRS<sup>1</sup>

En miles de US\$	Dic-09	Dic-10	Dic-11	Mar -12
Total activos corrientes	1.408.971	1.533.069	1.343.351	1.192.244
Total activos no corrientes	4.363.001	5.252.828	6.305.308	6.495.778
<b>Total activos</b>	<b>5.771.972</b>	<b>6.785.897</b>	<b>7.648.659</b>	<b>7.688.022</b>
Total pasivos corrientes	1.523.339	2.144.019	2.322.079	2.235.573
Total pasivos no corrientes	3.142.707	3.341.818	3.869.208	3.924.022
Total de pasivo	4.666.046	5.485.837	6.191.287	6.159.595
Patrimonio total	1.105.926	1.300.060	1.457.372	1.528.427
<b>Total pasivos y patrimonio</b>	<b>5.771.972</b>	<b>6.785.897</b>	<b>7.648.659</b>	<b>7.688.022</b>
Deuda financiera	2.861.110	3.104.972	3.691.393	3.757.190

## Opinión

### Fundamento de la clasificación

**LATAM Airlines Group S.A. (LATAM)** -ex Lan Airlines S.A.- es una compañía que surge de la fusión de las compañías LAN y TAM. Mientras la primera concentra sus operaciones principalmente en América de Sur y América del Norte, manteniendo operaciones de pasajeros

<sup>1</sup> Los Estados Financieros corresponden a información de LAN, dado que aún no se dispone de información consolidada para **LATAM**.

<sup>2</sup> Resultado de operación más depreciación y amortización.

en Chile, Argentina, Perú, Ecuador y Colombia; TAM se enfoca principalmente al mercado doméstico de Brasil y conexiones con Europa.

En 2011 LAN generó ingresos totales por US\$ 5.718 millones, un EBITDA de US\$ 945 millones y una utilidad de US\$ 321 millones. Al 30 de marzo de 2012, su deuda financiera ascendía a US\$ 3.757 millones.

Con fecha 22 de junio finalizó exitosamente el canje de acciones entre los accionistas de LAN y TAM, dando origen a **LATAM**. Producto de esta fusión, **LATAM** dispondrá de 310 aviones, existiendo órdenes de compra por otros 240, y transportará más de 60 millones de pasajeros anualmente, con una participación de mercado superior a 40% dentro de Sudamérica, siendo la segunda línea más relevante en ese sentido desde la región hacia EE.UU., y la tercera en los vuelos hacia Europa.

La modificación de la clasificación desde *Primera Clase Nivel 1* a *Primera Clase Nivel 2* se fundamenta en el hecho de que **LATAM** presenta un nivel de endeudamiento relativo superior al que exhibía previamente LAN en forma individual, implicando un descenso en su nivel de solvencia no compatible con una subcategoría *Nivel 1*. Con todo, se deja de manifiesto que la capacidad de pago de **LATAM** es consistente con la calificación de grado de inversión dentro del contexto local, lo cual refrenda la nota en *Primera Clase*, pero en este caso dentro de la subcategoría *Nivel 2*.

El cambio de estatus queda reflejado en que, a diciembre de 2011, LAN exhibía una relación deuda financiera a EBITDAR de 3,4 veces, más favorable que el registrado por TAM, cuyo indicador ascendía a 4,25 veces. De este modo, *ceteris paribus*, la deuda financiera de **LATAM** representará 3,83 veces su EBITDAR, lo que consecuentemente representa un incremento en comparación al guarismo exhibido con anterioridad por LAN.

No obstante, se reconoce que la fusión permitirá a **LATAM** acceder a una importante red de destinos, con un mix de ingresos más diversificado; asimismo, la mayor coordinación operativa en los mercados internacionales, las economías de escala y el traspaso de buenas prácticas entre LAN y TAM, debería significar una reducción en los costos, que mejoraría la posición competitiva de la compañía. Adicionalmente, se debe considerar la posibilidad de potenciar el negocio de carga por la integración de la red de TAM; en efecto, mientras LAN genera el 70% de sus ingresos mediante el transporte de pasajeros y un 28% a través del transporte de carga (el resto proviene de "otros ingresos"), TAM distribuye sus ingresos en 77% y 9%, respectivamente.

Además, el mejor aprovechamiento de la flota permitiría incrementar la capacidad de carga y el número de frecuencias y de destinos. De especial relevancia es el acceso que LAN tendrá a Brasil, el mayor mercado doméstico de pasajeros en Latinoamérica.

De este modo, las sinergias de la fusión, según estimaciones del propio emisor, se situarían en el orden de los US\$ 700 millones, distribuidas en diversos ámbitos de la compañía.

El surgimiento de esta empresa, una de las mayores a nivel mundial, consolidará su posición de mercado en una región que ha exhibido un importante grado de capacidad para resistir las crisis económicas registradas en EE.UU. y Europa. Dada la debilidad de estas zonas, en el mediano plazo se prevé un mayor crecimiento económico en los países en que operará **LATAM** en comparación con las economías desarrolladas, lo cual incrementaría el número de viajes aéreos per cápita, con los consecuentes beneficios para la compañía.

La perspectiva de la clasificación de acciones de **LATAM** se califica “Estable”, por cuanto no se visualizan en el corto plazo modificaciones relevantes en los factores que según **Humphreys** determinan la capacidad de pago de la compañía así como en su presencia promedio en el mercado.

## Definición de categoría de riesgo

### Primera clase nivel 2

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

## Hechos recientes

El 21 de septiembre de 2011, el Tribunal de Defensa de la Libre Competencia (“TDLC”) aprobó la fusión entre LAN y TAM, estableciendo 14 medidas de mitigación. El 3 de octubre de 2011, LAN y TAM presentaron un recurso de apelación ante la Corte Suprema objetando tres de las medidas de mitigación. El 5 de abril de 2012, la Corte Suprema acogió la resolución del TDLC, rechazando el recurso de apelación interpuesto por ambas compañías.

El día 21 de diciembre de 2011, LAN celebró una Junta Extraordinaria de Accionistas, citada por su directorio con fecha 11 de noviembre de 2011, en la cual los accionistas de LAN aprobaron, entre otras, las siguientes materias:

- (a) La fusión de LAN con las sociedades Sister Holdco S.A. y Holdco II S.A. (las “sociedades absorbidas”), dos sociedades especialmente constituidas para efectos de la asociación entre LAN y TAM.
- (b) El cambio de razón social y las demás transacciones contempladas en los contratos suscritos.
- (c) El aumento de su capital social en US\$ 1.465.372.970,09 mediante la emisión de 147.355.882 acciones ordinarias sin valor nominal del cual:
  - (i) US\$ 1.417.639.617,60, mediante la emisión de 142.555.882 acciones, las cuales serían destinadas a ser canjeadas por las acciones de las sociedades absorbidas por efecto de la fusión propuesta, a razón de 0,9 nuevas acciones de LAN por cada acción que se encuentre íntegramente suscrita y pagada de cada una de las sociedades absorbidas, y que pertenezca a accionistas distintos de LAN. Las acciones de que LAN sea titular en las sociedades absorbidas al momento de perfeccionarse la fusión, quedarán sin efecto; y
  - (ii) US\$ 47.733.352,49, mediante la emisión de 4.800.000 acciones, las cuales serían destinadas a planes de compensación para los trabajadores de la compañía y de sus filiales, conforme a lo dispuesto en artículo 24 de la Ley sobre Sociedades Anónimas.

Mayor información respecto a LAN, consultar informe anual del 30 de noviembre de 2011, disponible en [www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl).

*“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.”*