



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analista
Verónica Vargas M.
Tel. (56-2) 433 5200
veronica.vargas@humphreys.cl

LATAM Airlines Group S.A.

Noviembre 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 Tendencia	Primera Clase Nivel 2 Estable
Otros Instrumentos	No hay
EEFF base	30 de septiembre de 2012

Estado de Resultados Consolidado, IFRS						
M US\$	2008	2009	2010	2011	Ene-Sep 2011	Ene-Sep 2012
Total Ingresos	4.301.667	3.655.513	4.390.502	5.585.440	4.083.462	6.319.567
Costo de Ventas	-2.893.944	-2.522.778	-3.012.698	-4.078.598	-3.017.929	-4.935.640
Total Gastos de Administración y Distribución	-769.466	-697.035	-715.348	-885.545	-636.885	-1.100.593
Resultado Operacional	638.257	453.883	622.854	539.701	370.249	217.697
Gastos Financieros	-125.488	-153.109	-155.279	-139.077	-104.610	-185.728
Ganancia (Pérdida)	338.312	233.032	420.925	320.571	204.224	65.939
EBITDA	877.378	739.579	964.584	936.176	661.065	738.922

Balance General Consolidado, IFRS					
M US\$	31-dic-08	31-dic-09	31-dic-10	31-dic-11	30-sep-12
Activos Corrientes	1.077.190	1.408.971	1.533.069	1.343.351	3.466.518
Activos No Corrientes	4.119.676	4.363.001	5.252.828	6.305.308	16.998.785
Total de Activos	5.196.866	5.771.972	6.785.897	7.648.659	20.465.303
Pasivos Corrientes	1.551.460	1.523.339	2.144.019	2.322.079	5.581.631
Pasivos No Corrientes	2.876.802	3.142.707	3.341.818	3.869.208	9.728.777
Total de Pasivos	4.428.262	4.666.046	5.485.837	6.191.287	15.310.408
Patrimonio Total	768.604	1.105.926	1.300.060	1.457.372	5.154.895
Total de Patrimonio y Pasivos	5.196.866	5.771.972	6.785.897	7.648.659	20.465.303
Deuda Financiera	2.658.545	3.082.260	3.104.972	3.691.393	9.284.743

Opinión

Fundamento de la Clasificación

LATAM Airlines S.A. (LATAM) es una compañía chilena creada en 1929 y dedicada al transporte aéreo de pasajeros y de carga. La empresa tiene presencia global, aunque su mercado geográfico más relevante es América de Sur y América del Norte. En junio del presente año se concretó la fusión con la aerolínea brasileña TAM, convirtiéndose así en una de las diez aerolíneas más grandes del mundo, con más de 115 destinos en 23 países.

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

En 2011 el emisor generó ingresos totales por US\$ 5.585 millones, un EBITDA de US\$ 936 millones y una utilidad de US\$ 320,6 millones. Al 30 de septiembre de 2012, su deuda financiera ascendía a US\$ 9.285 millones¹.

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

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

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

Conjuntamente, la clasificación de riesgo se ve favorecida por su escala de operaciones, situándose actualmente como la aerolínea de mayor cobertura en Latinoamérica, disponiendo de la mayor red de rutas y destinos, ofreciendo de esa forma un servicio más amplio a sus clientes, situación que se ve fuertemente reforzada y potenciada por la mayor presencia ahora en Brasil, destino que concentra el 2,5% del tráfico mundial. Complementariamente, la clasificación considera favorablemente la ampliación en la cobertura de los servicios de la compañía lograda a través de la suscripción de alianzas bilaterales y multilaterales. Destaca entre ellas *OneWorld*, una asociación de doce aerolíneas líderes a nivel mundial que permiten a **LATAM** ofrecer a sus clientes un mayor número de destinos finales.

¹ Cabe precisar que en los estados financieros a septiembre de 2012 la deuda está consolidada; sin embargo, no reflejan los flujos generados por TAM durante los nueve primeros meses del año. El año 2011 presenta la situación individual de LAN (a esa fecha no se producía la fusión con TAM).

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. Con todo, se reconoce que por efecto de la fusión disminuirá fuertemente el porcentaje de ingresos que se genere por dicho concepto, siendo el desafío de la administración revertir la situación en el mediano plazo, a través de replicar el modelo de negocios de LAN, incrementando el volumen de carga transportada en la flota TAM. Todo lo anterior repercute en un modelo de negocios que a la fecha se considera exitoso, que ha generado importantes ventajas en términos logísticos y de escala, así como de posicionamiento de mercado respecto a la marca. No obstante, se entiende que dada la magnitud de la fusión, la sociedad deberá mostrar en los hechos su capacidad para lograr los mismos niveles de rentabilidad exhibidos hasta la fecha.

En contraste con lo anterior, y dentro de los elementos de riesgo que enfrenta la sociedad, se tiene en consideración el comparativamente elevado riesgo propio del mercado en el cual ella se desenvuelve. Este rubro se caracteriza por la alta volatilidad de la demanda (que puede verse 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. Por otro lado, se debe tener en cuenta que si bien, la fusión ya está materializada, existen riesgos propios asociados principalmente al descalce de monedas. En efecto, la depreciación del real ha tenido un fuerte impacto considerando que los activos de TAM están en reales y los pasivos en dólares, situación que se busca solucionar en el mediano plazo.

Todo lo anterior, se debe conjugar con el hecho de que la fusión implica un incremento en la deuda relativa del emisor y en su perfil de pago, con fuertes vencimientos en el corto y mediano plazo, aunque es importante señalar que en 2013 y 2004 estos corresponden a créditos PAE (US\$ 398 millones y US\$ 1.206 millones respectivamente) los cuales se van renovando y no generan desembolsos de caja. También, dado la pérdida de importancia relativa del transporte de carga, línea de negocio que contribuye a fortalecer el margen de la compañía, es factible esperar una baja en la relación entre EBITDA e ingresos.

La perspectiva de la clasificación de acciones de **LATAM** se califica "*Estable*", por cuanto no se visualizan en el corto plazo modificaciones relevantes en los factores que según **Humphreys** determinan la capacidad de pago de la compañía así como en su presencia promedio en el mercado. Sin perjuicio de ello, la clasificadora seguirá con especial atención los efectos de la fusión sobre el desarrollo de la compañía.

Para un eventual aumento en la clasificación de riesgo, se espera que la empresa reduzca en forma importante su endeudamiento relativo, ya sea vía pago de pasivos y/o incremento en los flujos producto de las sinergias que le reporte la fusión.

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

Definición de Categoría de Riesgo

Primera Clase Nivel 2

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

Tendencia Estable

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

Hechos Recientes

Resultados 2011

En 2011 la empresa generó ingresos de explotación por US\$ 5.585,4 millones, lo que representó un aumento de 27,2% respecto de 2010, principalmente porque ese año la compañía tuvo un mayor nivel de demanda tanto en el negocio de pasajeros como de carga, así como también mostró un aumento en los factores de ocupación. Por su parte, el total de costos y gastos de 2011 ascendió a US\$ 4.964,1 millones, incrementándose en 33,2%, a raíz del incremento de aproximadamente un 37% en el precio del combustible, el cual representa un 30% de los costos de operación de la compañía.

La utilidad de 2011 alcanzó a US\$ 320,6 millones, contrayéndose 23,8% producto de diversos factores, entre ellos podemos mencionar el aumento del precio del combustible, la reestructuración de las operaciones en Colombia y los fenómenos naturales que impidieron el tráfico aéreo en la región de los Ríos y de los Lagos (erupción del volcán Puyehue) y diversos destinos en Argentina. Por su parte, el resultado operacional también experimentó una baja llegando a US\$ 539,7 millones, 13,4% más bajo respecto del año anterior. Con respecto al EBITDA, éste cayó 2,9%, hasta US\$ 936,2 millones, al igual que el margen EBITDA a ingresos que pasó de 22% a 17%.

Resultados Enero-Septiembre 2012

En los primeros tres trimestres de 2012 los ingresos de **LATAM** alcanzaron a US\$ 6.319,6 millones, un incremento de 54,8% con respecto a igual lapso de 2011, debido, entre otros, por la fusión de las operaciones con TAM. En el segmento de pasajeros, los ingresos aumentaron 74,2% hasta US\$ 5.113,9 millones (80% de los ingresos totales), de los cuales un 35% son producto de lo generado por TAM en los tres meses de actividad conjunta (US\$ 1.782,3). Mientras, en el segmento de carga los ingresos crecieron en 5,0% hasta US\$ 1.205,6 millones (18,6% de los ingresos totales), el alza se debió únicamente a la fusión con TAM, puesto que si se aísla su efecto en los ingresos (US\$ 92,9 millones) éstos habrían disminuido un 3,1% producto de las menores importaciones a América Latina.

En este período, el costo de ventas pasó a US\$ 4.935,6 millones (desde US\$ 3.017,9 millones en los primeros nueve meses de 2011), lo que implica un alza de 63,5%; por otro lado, los costos de administración y distribución aumentaron un 72,8% hasta US\$ 1.100,6 millones, los motivos para el incremento son diversos: la mayor actividad del período, derivada entre otros de un alza en la demanda nacional e internacional, la fusión y consolidación con TAM y, el incremento en el precio del combustible.

La utilidad para los nueve primeros meses de 2012 fue de US\$ 65,9 millones, retrocediendo así en 67,7%, principalmente por el aumento de los costos explicado anteriormente. Mientras, el EBITDA aumentó 11,8% hasta US\$ 738,9 millones, todo en concordancia con el incremento en los ingresos.

Oportunidades y Fortalezas

Filiales nacionales y modelo de bajo costo: LATAM posee filiales locales que operan vuelos dentro de Chile, Argentina, Perú, Ecuador, y Colombia, y recientemente, en Brasil debido a la fusión con TAM. En todos ellos la empresa posee una participación de mercado relevante, lo que le entrega una base de clientes elevada y potencia la demanda por vuelos en sus rutas internacionales. También se ve beneficiada por la existencia de una marca común como es 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: Históricamente la compañía ha operado con alianzas de vuelos, denominadas en inglés *code-sharing*, que permite a una aerolínea ofrecer servicios de transporte de pasajeros en determinadas áreas geográficas, sin necesidad de operar directamente ni tener aviones destinados a cubrir tal área. Adicionalmente LATAM es miembro desde 2000 de la alianza *Oneworld*, que cuenta como miembros a American Airlines (EE.UU.), British Airways (Reino Unido), Qantas (Australia) e Iberia (España), entre otras, y que le permite entregar un mayor número de alternativas de vuelos en Estados Unidos, Europa y Asia-Pacífico.

Baja antigüedad de la flota: LATAM ha definido como política tener una flota de aviones de moderna tecnología, lo que se traduce en que la antigüedad promedio de sus naves es de poco más de 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 20% de los ingresos entre enero y septiembre de 2012, creando especialmente para ello las filiales LAN Cargo, ABSA (Brasil), MasAir (México) y Lanco (Colombia). Para este tipo de

transporte, la empresa utiliza tanto aviones de dedicación exclusiva como de pasajeros, lo que le permite disminuir el factor de ocupación de equilibrio de los vuelos, a la vez de aumentar y diversificar los ingresos, dentro de lo que es posible en este rubro. Cabe señalar que los ingresos provenientes de este negocio han disminuido el último año, gatillado por la crisis europea actual; por otra parte, la administración deberá mostrar en los hechos que puede replicar este modelo de desarrollo en TAM y, de esa forma no provocar una baja en la importancia relativa de los ingresos generados por el tráfico de carga.

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

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

Factores de Riesgo

Impacto del precio del combustible: El combustible utilizado representa el principal costo para una aerolínea, por lo que alzas en el precio de este insumo repercuten fuertemente su rentabilidad. El precio del petróleo, materia prima de los combustibles usados en las aeronaves, ha sido bastante volátil en los últimos cinco años, incluso oscilando entre US\$ 30 y US\$ 150 por barril, aproximadamente, lo que ha significado, por ejemplo, que el combustible sea un 38% de los costos operacionales en 2008 pero un 30% en 2009. 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 **LATAM** y la flexibilidad que tiene para devolver aviones en la medida que los contratos de arriendo van venciendo, y la movilidad de la flota entre los mercados.

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

filiales extranjeras. Adicionalmente, para poder recibir dividendo de sus filiales, la empresa debe obtener utilidades contables, independientemente de si el flujo operacional ha sido positivo o no.

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

Efecto de tipo de cambio: La fusión entre las aerolíneas podría tener un impacto importante en los resultados de la compañía producto del tipo de cambio, si se considera que los ingresos de TAM están en reales, y LAN que es la que consolida los resultados, contabiliza en dólares. Durante los últimos años, la paridad real brasileño versus dólar ha variado desde 1,6637 a 2,0815, lo que representa una depreciación aproximada del 25%, repercutiendo negativamente en la utilidad final.

Antecedentes Generales

Descripción del negocio

LATAM es una aerolínea que participa en el negocio de transporte de pasajeros a nivel mundial, y en particular en América. Asimismo la compañía participa con su flota en el negocio de transporte de carga, lo que si bien es menos relevante en términos de ingresos en comparación con el negocio de pasajeros, sí le aporta en diversificación de las ventas (los ingresos por este concepto fluctuaron en torno al 25% en los últimos años, pero debiera disminuir por la fusión con TAM, menos intensiva en este negocio ya que no contaba con aviones cargueros). La compañía es una sociedad anónima abierta, ligada a capitales chilenos, donde destaca el controlador conformado por el grupo Cueto, que posee alrededor de un 26% de las acciones, a través de diversas sociedades.

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

LATAM cuenta con una experiencia de 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 diez 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.

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

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

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

Flota: En la actualidad, y producto de la fusión, **LATAM** opera 320 aeronaves, quince de los cuales son para el transporte de carga. En concordancia con la estrategia de la empresa, la flota de **LATAM** es bastante moderna, con una antigüedad promedio cercana a los 6,7 años, lo cual es consecuencia de una política emprendida desde el año 2000 con el fin de renovar las aeronaves. 241 de los aviones corresponden a la marca Airbus, 65 a Boeing, y catorce a Dash (operativos en Colombia). En los últimos dos años la empresa ha venido diseñando un plan de incorporación de aviones, sustentando esta expansión sobre la fortaleza de las demandas domésticas de los países en que opera.

Fusión LAN - TAM

En junio de 2012 se llevó a cabo la fusión de la aerolínea chilena LAN Airlines S.A. y la brasileña TAM S.A., creándose el grupo LATAM Airlines Group S.A. el cual incluye a LAN Airlines y sus filiales en Perú, Argentina, Colombia y Ecuador, LAN Cargo y sus filiales; además de TAM S.A. y sus filiales TAM Linhas Aéreas S.A., incluyendo sus unidades de negocio TAM Transportes Aéreos del Mercosur S.A. TAM Airlines (Paraguay) y Multiplus S.A.

Esta fusión permite a LAN acceder a nuevos mercados, específicamente el doméstico brasileño que representa el 2,5% del tráfico mundial, así como permite a TAM tener acceso a más destinos en Estados Unidos. De esta manera, **LATAM** se ubica entre las diez aerolíneas más grandes del mundo, incrementando sus ingresos, número de pasajeros, flota de aviones y lugares de destino.

En 2011 LAN transportó alrededor de 22,6 millones de pasajeros y 876 mil toneladas de carga. El factor de ocupación alcanzó 79,8% en el caso de pasajeros y 69,6% en el negocio de carga, generando ingresos por US\$ 5.585 millones. A diciembre 2011 contaba con una flota de 149 aviones, de los cuales, el 67% eran propios.

Por otro lado, a la misma fecha, TAM generó ingresos por US\$ 7.264 millones², transportando cerca de 37 millones de pasajeros y 241 mil toneladas de carga. Su factor de ocupación en el caso de pasajeros internacionales fue de 81,2%, mientras que en el mercado doméstico alcanzó 68,7%. A diciembre 2011 contaba con una flota de 156 aeronaves.

Otro aspecto importante de esta fusión tiene relación con la experiencia de LAN en el negocio del transporte de carga, aspecto que buscan replicar en el mercado brasileño, aunque en este período en particular, los ingresos provenientes de este concepto han disminuido por la menor actividad en los mercados internacionales

Un tema relevante y que actualmente está en desarrollo es que la estructura de endeudamiento de ambas empresas era muy distinta y por lo mismo, se espera a futuro una restructuración de pasivos. Por otra parte, la administración espera que en los próximos cuatro años la sinergia y efectos positivos de la fusión se traduzcan en mayores retornos para la compañía.

Propiedad

LATAM es una sociedad anónima abierta que se transa actualmente en el mercado bursátil chileno y en Estados Unidos a través de títulos de ADR, en Brasil a través de títulos BDR y que cuenta entre sus accionistas con grupos empresariales, inversionistas institucionales y pequeños inversores. El controlador actual es el Grupo Cueto, con el 26% de las acciones de la sociedad.

Al 31 de julio de 2012, las acciones en circulación eran 476.118.975. A noviembre de 2012 la estructura de propiedad era la siguiente:

Accionistas	% de la propiedad
Grupo Cueto	25,9%
Grupo Amaro	13,8%
AFPs	16,5%
ADRs	6,2%
Grupo Bethia	6,4%
Inversionistas Extranjeros	6,4%
Grupo Eblen	5,0%
BDRs	1,4%
Otros	18,4%
TOTAL	100,0%

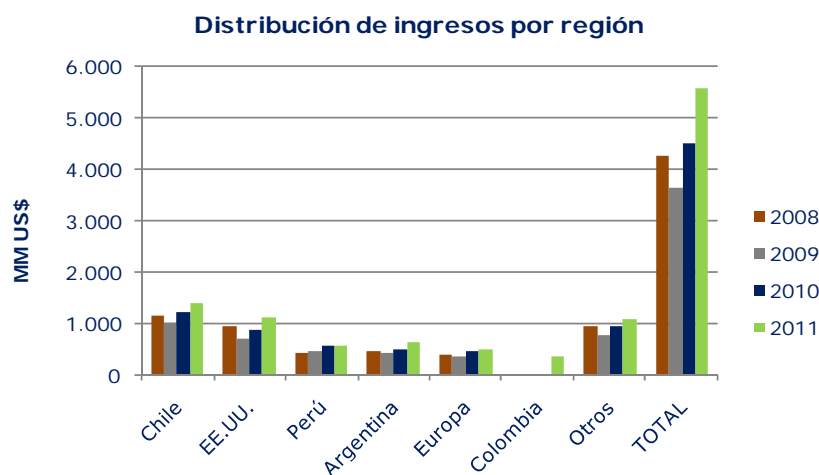
² Tipo de cambio utilizado: R\$ 1,8661/US\$

Distribución de ingresos

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

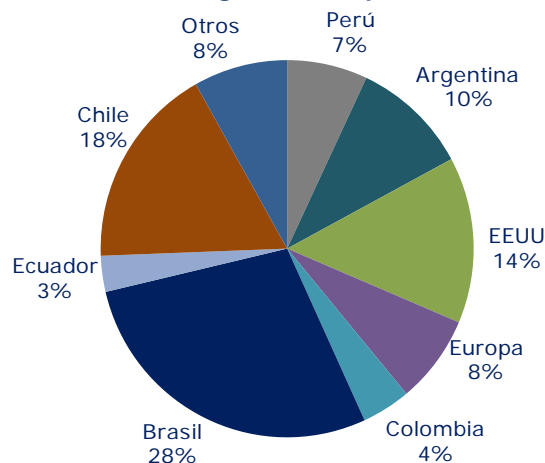
Ingresos por país

Los ingresos de la compañía se originan en diversos países y diferentes rutas nacionales e internacionales. Para efectos de su asignación, **LATAM** contabiliza el ingreso en el país donde se realiza la venta del boleto o del servicio de carga. A juicio de **Humphreys**, 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:



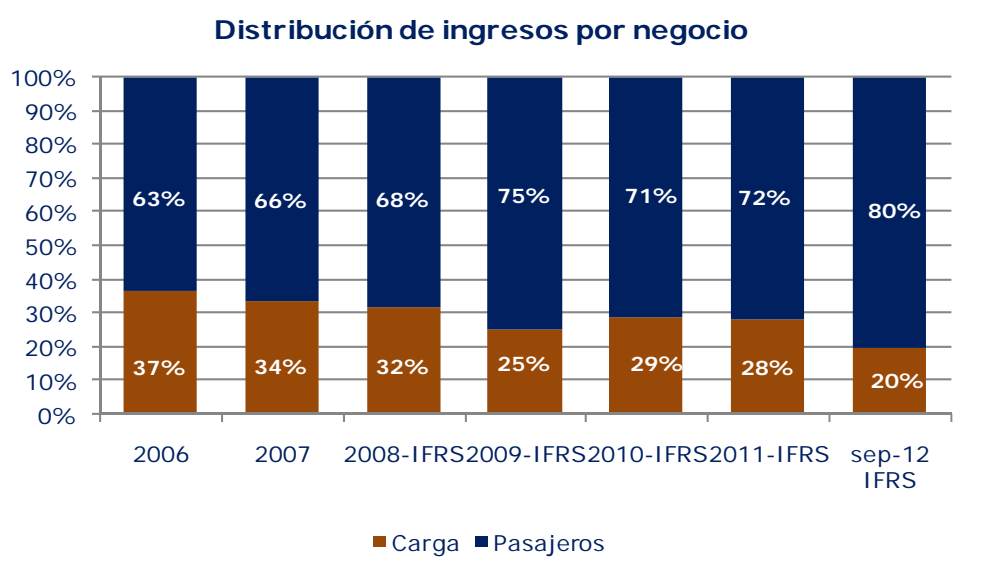
A septiembre de 2012 y producto de la fusión, Brasil pasó a formar una parte importante de los ingresos:

Distribución de ingresos después de la fusión



Ingresos por tipo de negocio

Los ingresos de la compañía provienen en su mayoría del negocio de transporte de pasajeros. Asimismo, **LATAM** posee ingresos asociados al negocio de transporte de carga, lo cual realiza a través de los mismos aviones de pasajeros como por medio de cargueros especializados, con lo cual se optimiza la capacidad productiva de su flota. Durante 2009 el transporte de carga mostró 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 en 2010 sufrió una recuperación, en la actualidad nuevamente y como consecuencia de crisis en la economía mundial, este negocio a disminuido. El *mix* de negocio de los últimos años se presenta en el siguiente gráfico:



Importante es señalar, tal como ya se mencionó, que con la fusión LAN – TAM la distribución de ingresos por líneas de negocios pasada ya no es representativa de la situación actual de la compañía y que es esperable una caída en la importancia relativa del transporte de carga.

Evolución Financiera

A continuación se presenta un análisis de la evolución financiera de **LATAM**, abarcando los ejercicios comprendidos entre 2007 y septiembre 2012³.

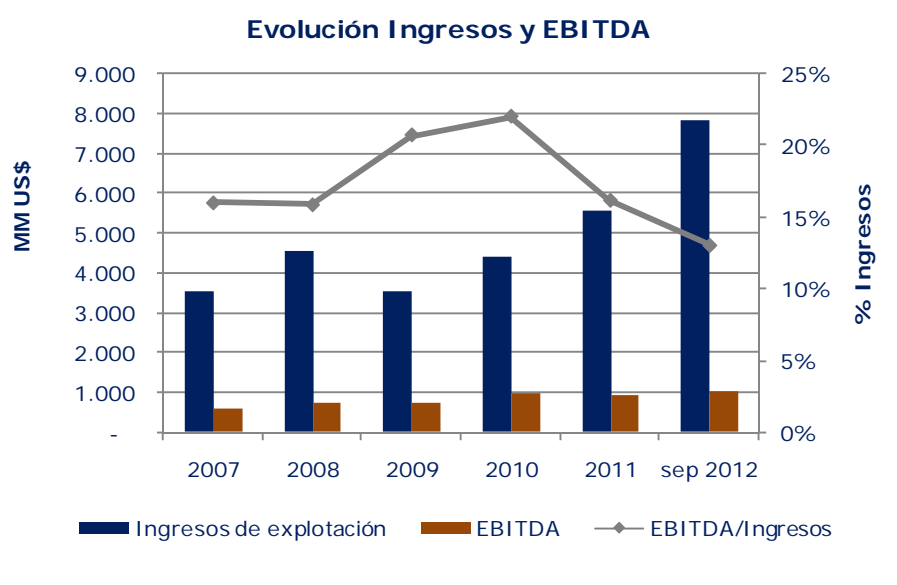
Evolución de los ingresos y EBITDA

A partir del año 2004, y ayudados por la entrada de la compañía en nuevos mercados, los ingresos de **LATAM** han tenido un importante aumento, interrumpido sólo en 2009 por la contracción en actividad económica mundial, situación que logra revertirse, en parte, el año 2010 y completamente en 2011. A

³ Para efectos comparativos, los datos de 2012 se consideran como año móvil, desde octubre 2011 a septiembre 2012.

septiembre de 2012 se observa un fuerte incremento de los ingresos; no obstante, a esa fecha, por efectos de la fusión, se incorporan los ingresos de TAM, por lo tanto, la información no es comparable con años anteriores.

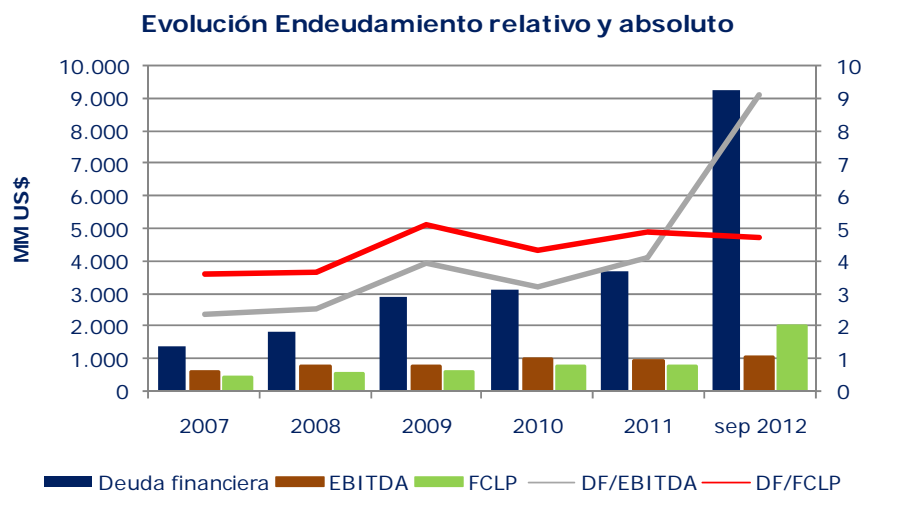
En relación con el EBITDA, se aprecia para 2011 y 2012 una disminución en relación con el ingreso producto de un aumento en la importancia relativa de sus costos y gastos; en efecto, a diciembre 2010 estos representaban el 85% de sus ingresos y a septiembre 2012 un 96%. Esto se explica en parte porque la compañía ha debido incurrir en gastos propios de la fusión (2012) y por incrementos en el precio del combustible que no han podido ser traspasados a precio y por costos asociados al desarrollo de LAN Colombia.



Cabe mencionar que en las aerolíneas el EBITDA indica el flujo de caja luego de pagar los arrendos operativos; junto a este indicador se tiene el EBITDAR, que es otra medida comúnmente utilizada para este tipo de empresas, y que muestra la generación de recursos antes del pago de arrendos, lo que ayuda a entender la flexibilidad financiera que posee una aerolínea, por posible ahorro 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 2011 la tasa de EBITDA de **LATAM** alcanzó 16,5% y la de EBITDAR a 19,6%. Comparativamente, **LATAM** 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 (25% promedio de los últimos cuatro años), para un promedio de la industria de en torno a 10%.

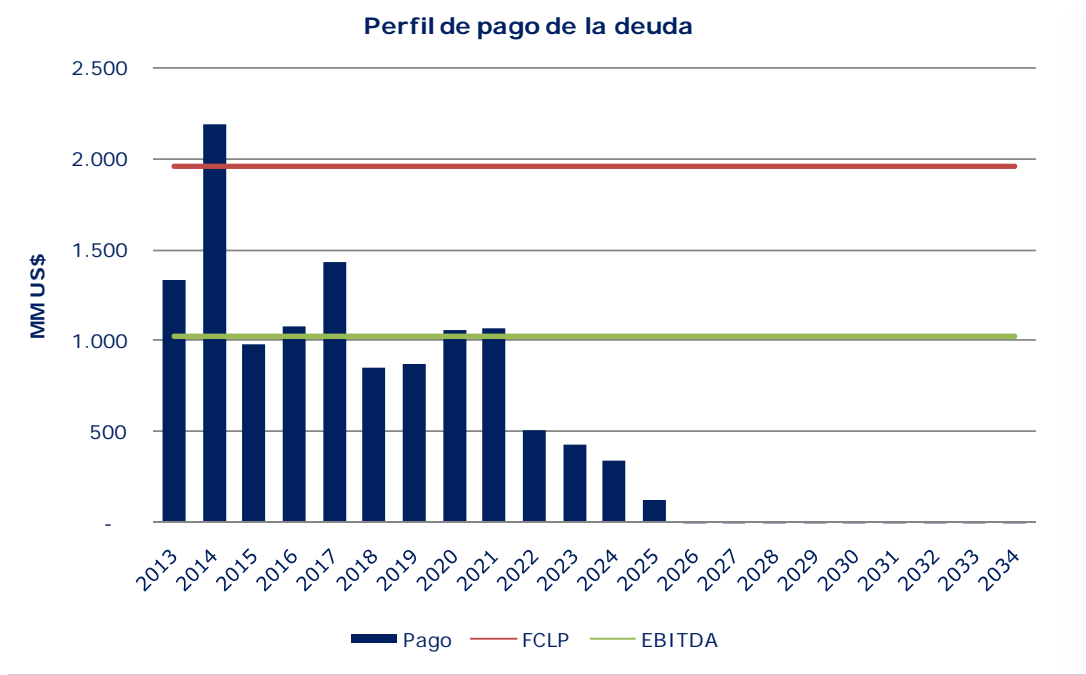
Evolución del endeudamiento y la liquidez

Al 30 de septiembre de 2012, la deuda financiera de **LATAM** llegaba a US\$ 9.284,7 millones, de los cuales US\$ 1.828,3 millones (19,7%) correspondían a su porción de corto plazo y US\$ 7.456,5 millones a la de largo plazo. Respecto de diciembre 2011, ésta mostró un aumento de 151,5% como consecuencia de la combinación de negocios con TAM. Por otro lado, la deuda financiera, sin considerar la adquirida al fusionarse, corresponde a créditos tomados para el financiamiento de los aviones incorporados, existiendo otra porción que corresponde a otros pasivos de cobertura.

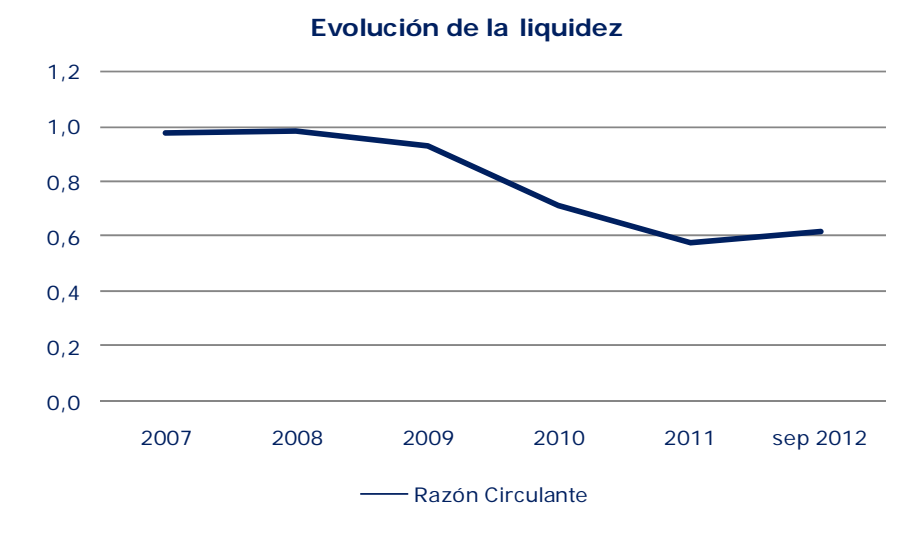


A continuación se muestra un gráfico con el perfil de pago de la compañía, contrastado con el FCLP⁴ y EBITDA a septiembre 2012. De acuerdo a esta estructura de vencimientos, existiría un estrés en el cumplimiento de los pasivos de la compañía, no obstante estos incluyen créditos PAE en 2013 y 2014, los cuales se van renovando y no representan desembolsos de efectivo. Por otro lado, se observa que la compañía cuenta con una holgura importante a partir del año 2022.

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

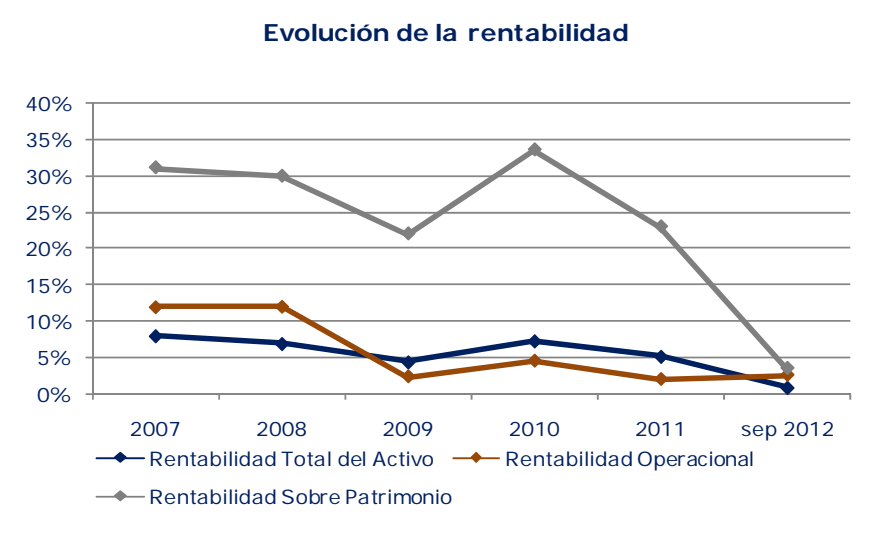


En términos de liquidez, medida como razón circulante (activos corrientes sobre pasivos corrientes), la empresa ha mostrado en general indicadores menores a uno, moviéndose usualmente entre 0,8 y una vez. A partir de diciembre de 2010 se observa un deterioro de la razón circulante, entre otros causado 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.



Evolución de la rentabilidad⁵

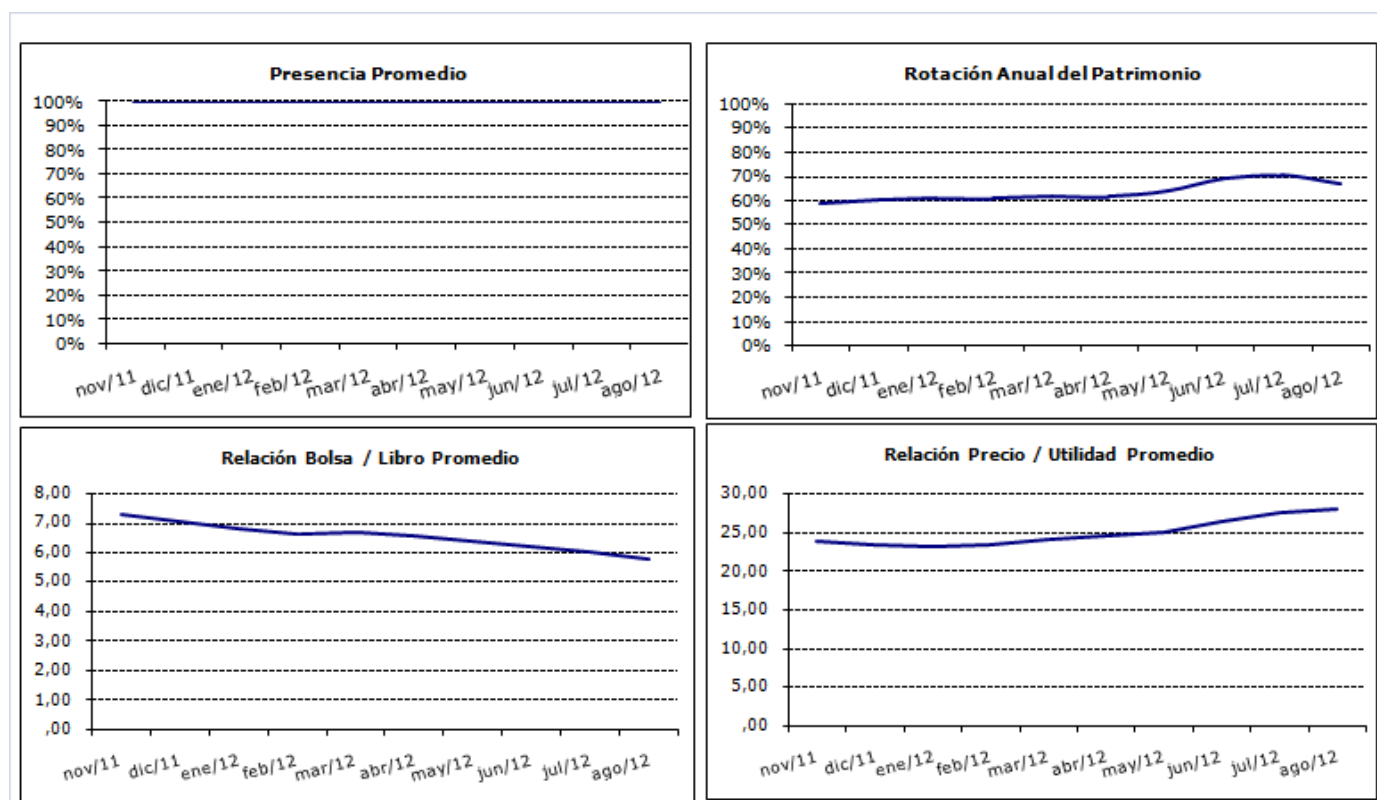
La rentabilidad del patrimonio, operacional y de los activos ha sido más bien volátil los últimos seis años, alcanzando su mínimo este último período, debido principalmente a que si bien los ingresos se han incrementado, la utilidad neta ha disminuido por los costos incurridos en la fusión con TAM y además por mayores costos de financiamiento por la inversión para incrementar el tamaño de la flota. Cabe señalar que la rentabilidad de TAM era menor debido al mercado doméstico de Brasil. En el siguiente gráfico se puede ver la situación descrita:



⁵ Rentabilidad total del activo= utilidad del ejercicio / activos promedio (descontados los activos en ejecución y terrenos); rentabilidad operacional = Resultado operacional / (Activos Corrientes, Promedio + Propiedades Planta y Equipo, Promedio); Rentabilidad sobre patrimonio=utilidad del ejercicio / patrimonio total promedio

Acciones

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



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