

Informe Security: LATAM AIRLINES

Juan Carlos Prieto (juancarlos.prieto@security.cl)

Abril 2017

RECOMENDACIÓN: SOBREPONDERAR

Precio Objetivo a 12-18 meses: \$ 9.913

Precio de Mercado : \$ 8.760

MÚLTIPLOS ESTIMADOS DE LATAM

	2015	2016	2017 E	2018 E	2019 E
Precio/Utilidad	-	73,7	35,0	32,4	28,0
Bolsa/Libro	1,00	1,25	2,12	1,89	1,74
FV/EBITDA	9,5	7,7	8,3	9,1	8,4

FV = Pat Bursátil + Interés Minoritario + Deuda Financiera - Caja y Equivalentes

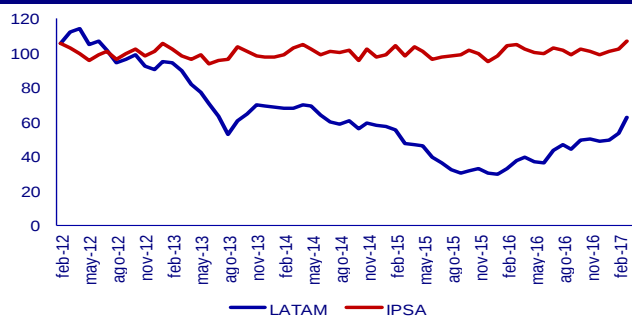
VALORIZACIÓN LATAM
(Millones de Dólares)

Caja	1.498
Inv. en Empresas Relacionadas	0
VP Flujos de Caja	16.394
Valor Económico de los Activos	17.892
Deuda Financiera	-8.636
Interés Minoritario	-81
Valor Económico del Patrimonio	9.174
Número de Acciones*	606
Dividend Yield	0,0%
Precio de Mercado	8.774
Precio Objetivo 12-18 Meses (\$)	9.913

* En millones de acciones

EE.RR. EFECTIVO Y PROYECTADO
(Millones de Dólares)

	2015	2016	2017 E	2018 E	2019 E
Ingreso por Ventas	10.126	9.527	10.248	10.532	11.011
Costo de Ventas	-9.612	-8.959	-9.540	-9.672	-10.082
Resultado Operacional	514	568	708	860	930
EBITDA	1.448	1.528	1.660	1.812	1.907
Utilidad Neta	-219	69	262	284	327

EVOLUCIÓN LAN V/S IPSA
(Base 100 Enero 2012)

Hemos retomado nuestra cobertura para Latam Airlines, estimando un precio objetivo de \$9.913 en un horizonte de 12-18 meses, consistente con una visión de Sobreponderar.

Los resultados del 4Q16 de la aerolínea ratifican el punto de inflexión del 3Q16 en cuanto a las perspectivas para Latam Airlines. No sólo destacamos la obtención de utilidades en 2016, por primera vez luego de la fusión, destacó de la última publicación de resultados, sino que además mejoró considerablemente la perspectiva del desempeño de la empresa en Brasil, principalmente en lo que se refiere a los *yields* en este país. Este mercado, pese a que ha ido disminuyendo su relevancia dentro de los ingresos de la compañía, se mantiene como el principal generador de ingresos (33% del total de ventas). Dado lo anterior, es de suma relevancia para Latam el escenario económico de Brasil, así como el valor de su moneda, contando con favorables perspectivas para 2017.

La empresa también ha realizado importantes ajustes en la adquisición de aeronaves, disminuyendo sus compromisos de flota para los próximos periodos. Lo anterior, en conjunto con la capitalización por parte de Qatar Airways y la reciente emisión de un bono han significado que la aerolínea cuente con mayor holgura financiera a la fecha.

Pese a la fuerte competencia que caracteriza al sector, vemos a Latam con una estructura de costos mucho más eficiente, lo que sumado a la nueva estrategia *low cost*, le permitiría competir directamente con este tipo de aerolíneas.

En conclusión, destacamos los avances que está realizando la compañía en distintos frentes. lo que en conjunto con favorables perspectivas económicas para Brasil, permite anticipar mejores resultados para los próximos periodos. Eso sí, la creciente competencia de la industria supone un factor de riesgo considerable para Latam en el mediano plazo, resultando esencial el control de sus costos para mantenerse competitiva.

VALORIZACIÓN LATAM AIRLINES

La valorización económica de Latam se basa en un modelo de flujos de caja descontados. Estimamos un precio objetivo de \$9.913 por acción en un horizonte de 12-18 meses, lo cual es consistente con una recomendación de Sobreponderar, considerando su precio actual de mercado.

Cuadro 1: ESTADO DE RESULTADOS EFECTIVO Y PROYECTADO
(Cifras en Millones de Dólares)

	2014	2015	2016	2017 E	2018 E	2019 E
Ingreso por Ventas	12.471	10.126	9.527	10.248	10.532	11.011
Crecimiento (%)	-6,0%	-18,8%	-5,9%	7,6%	2,8%	4,6%
Costo Operacionales	-11.958	-9.612	-8.959	-9.540	-9.672	-10.082
Resultado Operacional	513	514	568	708	860	930
Crecimiento (%)	-20,3%	0,1%	10,5%	24,7%	21,4%	8,1%
Margen Operacional	4,1%	5,1%	6,0%	6,9%	8,2%	8,4%
EBITDA	1.505	1.448	1.528	1.660	1.812	1.907
Crecimiento (%)	-10,7%	-3,7%	5,5%	8,6%	9,2%	5,2%
Margen Ebitda	12,1%	14,3%	16,0%	16,2%	17,2%	17,3%
Utilidad Neta	-109,8	-219,3	69,2	261,9	283,6	327,2

Fuente: Departamento de Estudios Security y reportes de la compañía.

Cuadro 2: CIFRAS OPERACIONALES PASAJEROS

Pasajeros	2014	2015	2016	2017 E	2018 E	2019 E
ASK (Millones)	130.201	134.302	134.968	135.776	138.353	143.742
RPK (Millones)	108.534	111.510	113.627	114.744	117.267	122.086
Factor de Carga	83,4%	83,0%	84,2%	84,5%	84,8%	84,9%
Yield (US Cent)	9,6	7,5	6,9	7,5	7,5	7,6

Fuente: Departamento de Estudios Security y reportes de la compañía.

Cuadro 3: CIFRAS OPERACIONALES CARGA

Carga	2014	2015	2016	2017 E	2018 E	2019 E
ATK (Millones)	7.220	7.083	6.704	6.056	5.842	5.842
RTK (Millones)	4.317	3.797	3.466	3.198	3.114	3.155
Factor de Carga	59,8%	53,6%	51,7%	52,8%	53,3%	54,0%
Yield (US Cent)	39,7	35,0	31,0	34,0	34,6	35,1

Fuente: Departamento de Estudios Security y reportes de la compañía.

Cuadro 4: VALORIZACIÓN DE LA COMPAÑÍA
(Cifras en Dólares)

Caja	1.498
Inv. en Empresas Relacionadas	0
VP Flujos de Caja	16.394
Valor Económico de los Activos	17.892
Deuda Financiera	-8.636
Interés Minoritario	-81
Valor Económico del Patrimonio	9.174
Número de Acciones*	606
<i>Dividend Yield</i>	<i>0,0%</i>
Precio de Mercado	8.774
Precio Objetivo 12-18 Meses (\$)	9.913

* En millones de acciones

Fuente: Departamento de Estudios Security.

Cuadro 5: MÚLTIPLOS EFECTIVOS Y PROYECTADOS

	2015	2016	2017 E	2018 E	2019 E
Precio/Utilidad	-	73,7	35,0	32,4	28,0
Bolsa/Libro	1,00	1,25	2,12	1,89	1,74
FV/EBITDA	9,5	7,7	8,3	9,1	8,4

FV = Pat Bursátil + Interés Minoritario + Deuda Financiera - Caja y Equivalentes

Fuente: Economía y Departamento de Estudios Security.

**Cuadro 6: SENSIBILIDAD DEL PRECIO OBJETIVO
FRENTA A VARIACIONES EN LA TASA DE DESCUENTO Y LA RAZÓN BOLSA/LIBRO**

		Tasa de descuento relevante				
Tasa de Crecimiento a Perpetuidad		8,5%	9,0%	9,5%	10,0%	10,5%
	2,0%	9.034	7.765	6.670	5.715	4.876
	3,0%	11.049	9.417	8.040	6.864	5.848
	4,0%	13.971	11.736	9.913	8.400	7.123
	5,0%	18.585	15.228	12.628	10.555	8.864
	6,0%	26.964	21.088	16.916	13.801	11.388

Fuente: Departamento de Estudios Security.

PRINCIPALES SUPUESTOS INCLUIDOS EN LA VALORIZACIÓN

Mejores perspectivas para las monedas de la región afectarían positivamente los *yields* de la compañía

Uno de los principales factores que inciden directamente sobre los resultados de Latam es el desempeño de las diferentes divisas de la región (peso argentino, chileno y colombiano, real brasileño y sol peruano), producto, entre otros factores, de que los precios de los pasajes de los mercados domésticos están fijados en monedas locales, sin ningún tipo de indexación a la variación del tipo de cambio. De esta manera, las constantes depreciaciones que sufrieron las monedas de la región durante los últimos años afectaron a la baja los *yields* (facturación por kilómetro). A excepción del peso argentino, estimamos para 2017 al menos una estabilización para éstas, mejorando las perspectivas para las tarifas de la compañía.

Evidencia de lo anterior resultó la apreciación del real durante el último trimestre de 2016, lo que incidió directamente en el aumento del 32,5% a/a que se observó en el *yield* doméstico de Brasil. Eso sí, esto último no responde únicamente a un efecto de monedas, ocurriendo una mejora de un 13,4% al medir este *yield* en reales, debido a importantes disminuciones en la oferta de vuelos en Brasil, en conjunto con un fortalecimiento de la demanda local. Asumimos entonces un mejor escenario para este valor en 2017, considerando para nuestras estimaciones un aumento del 6% del *yield* en moneda local y 17,1% en dólares (considerando un tipo de cambio USD/BRL de 3,15 promedio para ese mismo año).

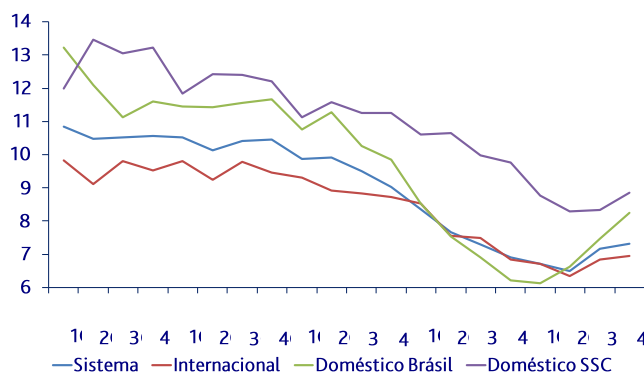
Por otra parte, el *yield* doméstico SSC seguiría presionado a la baja, producto principalmente por la depreciación del peso argentino (con el resto de las monedas relativamente estables) y un debilitamiento de la demanda local. Si consideramos además que la empresa ha visto incrementada su competencia durante los últimos años, junto con la implementación del modelo de negocio tipo *low cost* por parte de Latam, suponemos que no debieran ocurrir aumentos de este *yield* para los próximos períodos.

Gráfico 1: Evoluciones Cambiarias Latinoamérica
(Base 100: Enero 2014)



Fuente: Bloomberg y Depto. Estudios Security.

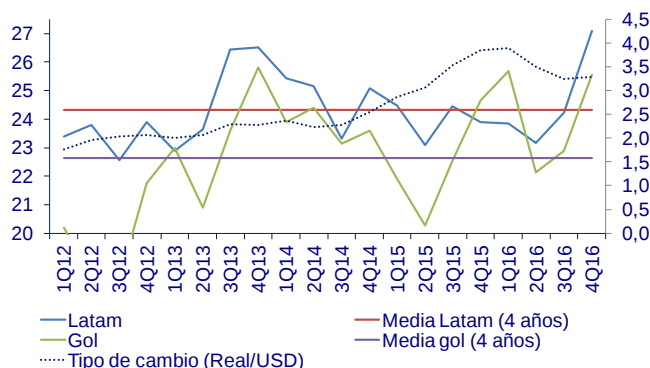
Gráfico 2: Tendencia Yields en USD Compañía



Fuente: Reportes de la compañía y Depto. Estudios Security

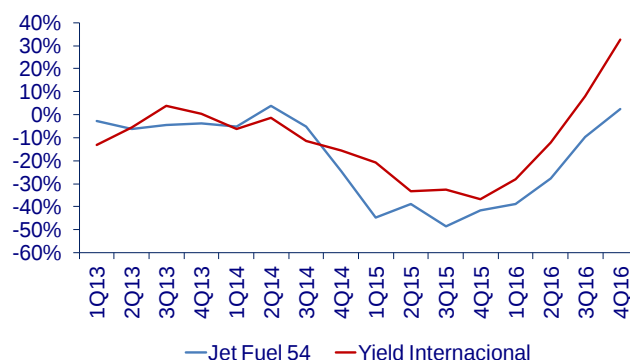
Por último, en cuanto a los *yields* internacionales, mayores costos del petróleo para nuestras estimaciones suponen ajustes al alza en estos precios, al estar indexados estos valores al precio del insumo (Gráfico 4). Cabe mencionar además que éstos, a diferencia de los *yields* domésticos, se fijan directamente en dólares.

Gráfico 3: Yield Latam Doméstico Brasil vs. yield Gol en reales (eje izq.) y tipo de cambio (eje der.)



Fuente: Estados Financieros Latam y Depto. Estudios Security

Gráfico 4: Crecimiento Trimestral a/a Jet Fuel 54 vs. yield Internacional (USD)



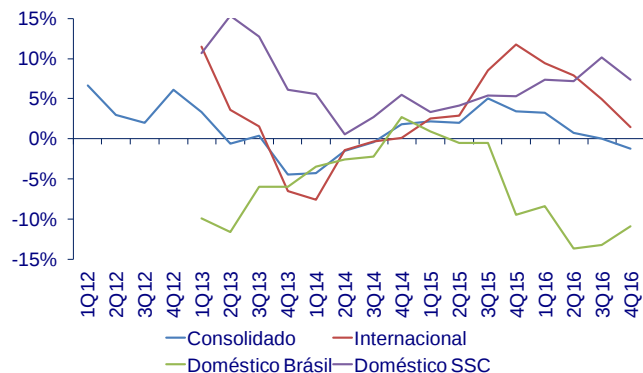
Fuente: Bloomberg, Estados Financieros Latam y Depto. Estudios Security

Reducciones de capacidad en Brasil tenderían a estabilizarse luego de 2017

La principal economía de Latinoamérica se vio afectada por la peor crisis de los últimos 30 años, sufriendo su PIB contracciones de 3,85% y 3,6% en 2015 y 2016, respectivamente. En línea con lo anterior, las 3 principales aerolíneas que operan en este país (Latam, Gol y Azul), comenzaron a realizar ajustes en sus asientos disponibles (ASK), disminuyendo entonces la oferta en el número de vuelos realizados. Es importante mencionar que, a diferencia de sus competidores directos, Latam comenzó a disminuir su capacidad en Brasil desde 2013 (Gráfico 6), lo que a pesar de significarle una pérdida de participación de mercado (esta última se mide a partir del tráfico-RPK, el cual tiene estrecha relación con los ASK), significó no perjudicar la ocupación de sus aviones y comienza a traducirse en importantes mejoras en sus *yields* para este mercado. Esperamos que en 2017 se produzcan las últimas reducciones en la capacidad de la compañía, para comenzar a aumentar a partir de 2018, en directa relación con las expectativas de recuperación del país.

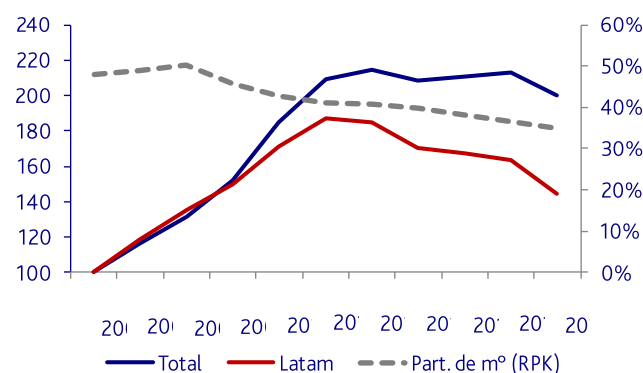
Si observamos los *yields* en reales de Latam y su principal competidor (Gol) en el Gráfico 3, podemos notar que ambas compañías se encuentran cerca de precios máximos históricos para sus últimos 4 años, explicados en parte por esta reducción de la oferta de vuelos por parte de las aerolíneas, en conjunto con una demanda que comienza a fortalecerse. Cabe destacar eso sí el hecho de que, considerando los *yields* del 4Q16 de ambas compañías, los precios de Latam aumentaron un 13% a/a en comparación al aumento de 3% a/a de Gol, lo que tiene relación con el mayor ajuste de capacidad que realizó la primera.

Gráfico 5: Variaciones Anuales ASK (Capacidad)



Fuente: Estados Financieros Latam y Depto. Estudios Security.

Gráfico 6: ASK Mercado Brasil (eje izq.) (Base 100: 2006) y Participación de Mercado en RPK (eje der.)



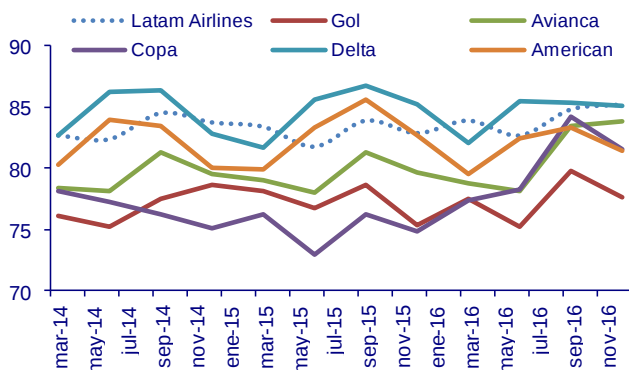
Fuente: ANAC y Depto. Estudios Security.

Pese a disminuir su participación de mercado, todavía existe un elevado potencial de crecimiento para las aerolíneas en la región, lo que permitiría a Latam mantener un buen ritmo de crecimiento.

Entre los principales riesgos que afecta a la compañía destaca la presión que han ejercido el resto de las aerolíneas de la región sobre Latam, disminuyendo su participación de mercado en todos los países en los que opera. La entrada de nuevos competidores, varios de ellos bajo el denominado modelo de negocio *low cost carriers* (LCC), en conjunto con la consolidación de otros, explican parte del efecto anterior. No obstante, Latinoamérica se mantiene como una región con un fuerte potencial de crecimiento para la industria de las aerolíneas, lo que se refleja en parte con el bajo número de vuelos per cápita. Esperamos entonces para los ASK a nivel consolidado de la empresa un CAGR de 1,2% para los años 2017 y 2018 y luego, a medida que se recupera la actividad económica de la región, vaya creciendo su capacidad.

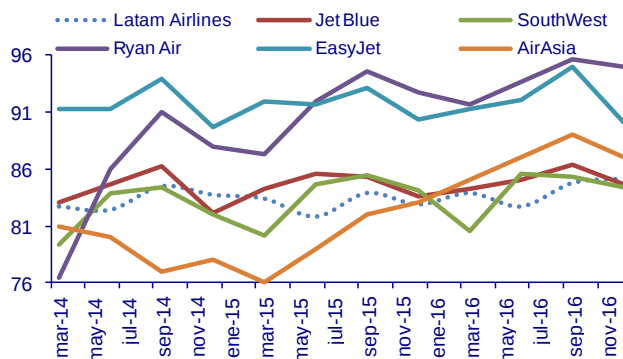
Respecto a la menor participación de mercado, cabe mencionar el hecho de que la política de Latam ha sido el enfoque en la eficiencia, ajustando su capacidad y enfocándose más bien en la ocupación de sus aviones y el control de costos. Prueba de lo anterior es el hecho de que la ocupación consolidada alcanzara hasta un 84% durante 2016, cerrando el segundo semestre con una ocupación de 84,7% en promedio, siendo ésta muy superior con respecto a sus pares de la región (Gráfico 5). La nueva política tipo *low cost* por parte de Latam permite suponer nuevos avances en este indicador para los próximos períodos, ya que si bien esta cifra se encuentra relativamente elevada en comparación a sus pares de la región, de implementar correctamente el modelo de negocios, tendría cierto margen aún para crecer (asumimos valores de 85,9% consolidados para el largo plazo).

Gráfico 7: Ocupación Latam vs. Pares



Fuente: Bloomberg y Depto. Estudios Security.

Gráfico 8: Ocupación Latam vs. Aerolíneas Bajo Costo



Fuente: Bloomberg y Depto. Estudios Security

El control de costos y eficiencia se transforma en prioridad ante la gran competencia de la industria

En lo que se refiere al control de sus costos, cabe destacar el plan de reducción de personal implementado en los últimos años por la aerolínea, viéndose beneficiada además del menor precio del petróleo (Jet Fuel), siendo justamente las remuneraciones y combustible los principales componentes de los costos de las aerolíneas. Siguiendo esta línea, adquiere mayor relevancia la nueva estrategia *low cost* de Latam, la que se enfocaría principalmente en reducir costos para mantener sus precios competitivos, por sobre otras medidas, como aumentar la venta de *ancillaries* (venta de comida a bordo, pagos por exceso de equipaje, entre otros). Específicamente, los cambios apuntarían a las remuneraciones del personal, las comisiones de agencias turísticas y el gasto en el servicio a pasajeros.

Cabe mencionar que, si bien durante 2017 esperamos que el margen operacional aumente en casi 1 punto porcentual en comparación al año 2016, totalizando un margen operacional del 6,9%, este incluye un mayor precio del combustible, en

conjunto con algunos costos no recurrentes, justificados por nuevas devoluciones de aeronaves y pérdidas por ventas de las mismas, los cuales no debieran repetirse en los años siguientes.

Por el momento en el modelo no se incorporan riesgos adicionales en lo que se refiere a la entrada y/o consolidación de las LCC en Sudamérica (empresas como Azul, Sky Airlines, Wingo, Easy Fly y otras que se enfocarían en mayores distancias como Level y Norwegian), principalmente por el hecho de que los nuevos ajustes en eficiencia implementados por la compañía le permitirían mantenerse competitiva, sumado a que aún existen importantes barreras de entrada a este modelo de negocio. Destacamos entonces las elevadas tasas de embarque y el hecho de que la región carece de aeropuertos secundarios, con menores costos por uso, que permitan a las LCC diferenciarse de otras grandes aerolíneas.

Latam seguiría enfocada en disminuir su deuda financiera para los próximos períodos

La entrada de Qatar Airways a la propiedad de Latam significó un importante alivio financiero para la compañía, mediante la inyección de recursos por US\$609 millones, los que tienen como objetivo financiar principalmente capital de trabajo (destinando US\$325 millones al pago de una línea *revolving* con varios bancos y la diferencia se mantiene en caja). En línea con lo anterior, la empresa comenzó a desarrollar un importante plan de ajustes en la adquisición de aeronaves, disminuyendo sus compromisos de flota en US\$2.743 millones entre 2015 y 2016.

Los cambios anteriores no serían los únicos, producto de que el objetivo de la aerolínea es disminuir bajo las 5 veces su ratio Deuda Financiera/Ebitdar para 2017, y de 4 veces para los próximos años, por lo que son esperables nuevas reducciones en la adquisición de flota. Con el fin de no limitar su capacidad, ante el menor número de compras de aeronaves, reemplazamos parte de éstas por arriendos a terceros, así como esperamos un uso más intensivo de los aviones, aumentando sus horas de uso.

Un posible riesgo al alza es el hecho de que entre los años 2019 y 2021, la compañía podría renegociar y aminorar sus compromisos de flota. En dicho período Latam aún presenta importantes inversiones programadas por US\$5.591 millones, donde asumimos que mantendría una proporción 50/50 entre compras y arriendos, lo que presiona considerablemente el flujo libre de caja para esos períodos. En el largo plazo no consideramos compras adicionales de aviones.

Cuadro 7: CAPEX ESTIMADO

	2014	2015	2016	2017 E	2018 E	2019 E
Número de aviones	325	327	329	311	306	326
Capex	1.622	783	590	847	1.390	1.348
Deuda Fin. Neta/Ebitdar	5,5	5,8	5,3	5,0	4,7	4,6

Fuente: Departamento de Estudios Security.

SUPUESTOS ADICIONALES DE VALORIZACIÓN

- La depreciación sobre activo fijo se proyectó en base a las tasas históricas implícitas en los balances de la empresa.
- La deuda financiera corresponde a los últimos estados financieros presentados por la compañía (diciembre 2016). La caja considera las cuentas "Efectivo y equivalentes a Efectivo", y parte de la cuenta "Activos Financieros" (restamos los activos de cobertura).
- En los supuestos en materia tributaria se asumió que la compañía alcanza una tasa promedio ponderada de 31,2%, considerando la tasa de impuesto corporativa oficial. Además, los impuestos diferidos fueron considerados como un excedente tributario para la compañía por el total de la cuenta por US\$385 millones.
- Aún cuando la compañía ha señalado la intención de realizar coberturas de petróleo y del real brasileño, asumimos que esta no genera pérdidas ni utilidades por este concepto a partir de 2016.
- Los supuestos asociados al precio para el petróleo WTI se resumen en el cuadro 8:

Cuadro 8: SUPUESTOS WTI

	2014	2015	2016	2017 E	2018 E	2019 E	LP
Petróleo WTI	93	49	43	54	58	60	60
Crecimiento %	-5,1%	-47,6%	-11,1%	24,7%	7,4%	3,4%	

Fuente: Departamento de Estudios Security.

- A partir de 2026 se estimó que los flujos de caja crecerían a una tasa nominal anual de 4%.
- El tipo de cambio utilizado para el cálculo del precio de la acción corresponde a \$655.
- La tasa de costo de capital (WACC) ocupada para el descuento de flujos, así como las variables empleadas para su cálculo, se presentan en el cuadro 8:

Cuadro 8: ESTIMACIÓN DE COSTO DE CAPITAL DE LATAM EN DÓLARES

Datos WACC	
Tasa Libre de Riesgo	5,2%
Premio Riesgo	5,5%
Tasa Mercado	10,7%
Beta	1,12
Deuda Financiera Sobre Activ	30%
Patrimonio Sobre Activos	70%
Costo de la Deuda	7,4%
Costo del Patrimonio	11,3%
WACC Nominal en Dólares	9,45%

Fuente: Departamento de Estudios Security.

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS SECURITY

Felipe Jaque S.	Economista Jefe	felipe.jaque@security.cl	(562) 25844540
César Guzmán B.	Gerente Macroeconomía	cesar.guzman@security.cl	(562) 25844075
Jorge Cariola G.	Analista Senior Macroeconomía	jorge.cariola@security.cl	(562) 25842392
Rosario Del Río D.	Analista Renta Fija Internacional	rosario.delrio@security.cl	(562) 25843017
Constanza Pérez S.	Subgerente de Estudios Renta Variable	constanza.perez@security.cl	(562) 25844998
Juan José Ayestarán N.	Subgerente de Estudios Renta Fija	Juanjose.ayestaran@security.cl	(562) 25842390
Paulina Barahona N.	Analista Senior de Inversiones	paulina.barahona@security.cl	(562) 25842049
Martín García-Huidobro O.	Analista de Inversiones	martin.garciahuidobro@security.cl	(562) 25842391
Juan Carlos Prieto Z.	Analista de Inversiones	Juancarlos.prieto@security.cl	(562) 25815533
Rodrigo Gardella B.	Analista de Inversiones	rodrigo.gardella@security.cl	(562) 25844985
Carolina Abuaud M.	Analista de Inversiones	carolina.abuaud@security.cl	(562) 25845506
Yessenia González del C.	Editora de Contenidos y Comunicaciones	yessenia.gonzalez@security.cl	(562) 25844572
Aldo Lema N.	Economista Asociado	aldo.lema@security.cl	(562) 25844540

Este informe puedes descargarlo desde nuestro sitio Web

www.inversionessecurity.cl

twitter: Inv_Security