

Latam: Turbulencias Actuales se Disiparían en el Corto Plazo

Juan Carlos Prieto Z.

Tesis de Inversión

Redujimos nuestro precio objetivo para la aerolínea desde \$9.913 a \$9.200. Específicamente, incorporamos un escenario más complejo para la región (excepto en Chile) en cuanto a crecimiento y fortaleza de sus monedas. Destacamos en este escenario a Argentina y Brasil donde, por ejemplo, establecimos un aumento del tipo de cambio promedio desde R\$3,24 a R\$3,45 para este último en 2018. Además, ajustamos al alza el precio del petróleo para este año (desde US\$58/barril a US\$65/barril). Pese a lo anterior, la implementación del modelo tipo *low cost* fue mejor a lo que esperábamos y, dado que aún no se ha implementado completamente, nos permite asumir mejoras en algunas líneas de costos.

La mayor competencia ha perjudicado la participación de mercado de Latam. No obstante, el bajo desarrollo de la industria aérea en la región, permitiría a la compañía continuar creciendo en su tráfico de pasajeros, pese a que continuaría perdiendo participación de mercado.

El escenario en Brasil, con un 36% de los ingresos totales, incide de gran manera sobre sus resultados. Además, de afectar su tráfico de pasajeros, parte de los ingresos son reconocidos en moneda local, con lo que estimamos un impacto de 5% sobre la acción para una apreciación/depreciación del real de 3%. Además, la propia empresa estima en una pérdida de US\$375 millones el efecto de una apreciación del real de 10% sobre su patrimonio.

Creemos que una variación de 8% en el precio del combustible impacta en 5,5% el valor de Latam. Asumimos además que los actuales precios del combustible permiten la entrada de nuevos oferentes, limitando sus alzas. Es así como fijamos su valor en US\$65/barril para 2018, el que luego crece 2% anual.

En resumen, el escenario actual para Latam Airlines es de alta incertidumbre. No obstante lo anterior, asumiendo un escenario político en Brasil pro reformas, un combustible que se mantendría controlado, algunas mejoras en la operación de la compañía y un crecimiento en tráfico de pasajeros a pesar de la pérdida de participación de mercado, nuestro precio objetivo de \$9.200 es consistente con una recomendación de Sobreponderar.

Riesgos

- ↑ Proceso de mejora en eficiencias de Latam es mayor al esperado (estimamos margen operacional de 7,1% para este año)
- ⇄ Desempeño económico/fluctuación monedas de la región (asumimos para el real un valor de R\$3,45 y diferencial de inflación de 1% c/r al dólar hacia adelante).
- ↓ Fuerte competencia significa una pérdida de la participación de mercado mayor a los 10-15 puntos incorporados en la mayor parte de los países en los que opera.
- ↓ Shocks de oferta del petróleo se traducen en un precio por sobre los US\$65/barril en promedio para 2018 y/o con un incremento en precios mayor a la inflación para los próximos años.

Recomendación: Sobreponderar
Precio Objetivo: \$9.200

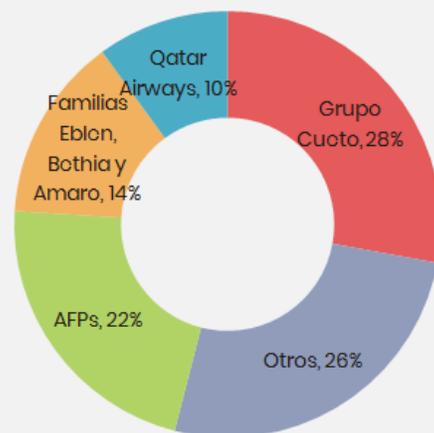
INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	LTM
Riesgo	Alto
Conversión ADR	1
Precio Objetivo (s/uss)	9.200 / 14,6
Precio Actual (s)	7.400 / 11,7
Precio Min/Max 12M (s)	7.258 / 10.410
Market Cap (MMUSS)	7.123
Volumen Diario (MMS)*	4.459
Nº Acciones (millones)	606,4
Free Float	72%
Peso IPSA	6,7%
Dividend Yield 12M	0,6%

Fuente: Economática

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



Fuente: CMF Marzo 2018

Sector: **Industrial** | Recomendación: **Sobreponderar** | Precio Actual (\$): **7.400** | Precio Objetivo (\$): **9.200**

Estados de Resultados

ESTADO DE RESULTADOS					
Millones de USD	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Ingresos	9.527,1	10.163,8	11.331,9	11.819,0	12.392,9
Variación (%)	-5,9	6,7	11,5	4,3	4,9
Resultado Operacional	567,9	714,5	802,0	944,5	1.097,5
Variación (%)	10,5	25,8	12,2	17,8	16,2
Margen Operacional (%)	6,0	7,0	7,1	8,0	8,9
EBITDAR	2.097,2	2.295,7	2.423,2	2.596,1	2.795,5
Variación (%)	6,3	9,5	5,6	7,1	7,7
Margen EBITDAR (%)	22,0	22,6	21,4	22,0	22,6
Utilidad Neta	69,2	155,3	511,0	754,2	931,2
Variación (%)	-	124,4	229,0	47,6	23,5
Margen Neto (%)	0,7	1,5	4,5	6,4	7,5

INDICADORES DE CRÉDITO					
	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Deuda/Activos (%)	45,0%	42,1%	39,9%	39,1%	38,5%
EBITDAR/Gastos Financieros (x)	5,0	5,8	6,3	6,6	6,7
Liquidez Corriente (x)	0,6	0,6	0,8	0,9	1,0
Deuda Neta/EBITDAR (x)	5,2	4,5	3,8	3,4	3,1
Deuda Financiera (MMUSD)	8.636	7.906	8.159	8.510	8.923

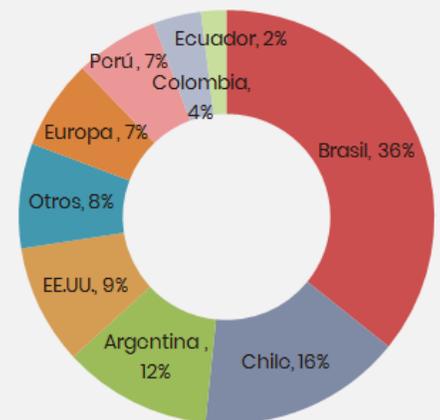
VALORIZACIONES					
	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Precio de cierre (\$)	5.643	8.718	7.400	7.400	7.400
Precio Utilidad (x)	73,7	55,3	14,7	10,2	8,0
EV/EBITDAR (x)	5,8	6,5	5,3	4,9	4,3
Bolsa Libro (x)	1,2	2,0	1,5	1,3	1,1
Precio Ventas (x)	0,5	0,8	0,7	0,6	0,6
ROA (%)	0,4%	0,8%	2,5%	3,5%	4,0%
ROE (%)	1,7%	3,6%	10,1%	13,1%	14,3%

Fuente: Economática

Descripción de la Compañía

Con más de 43 mil empleados y 140 destinos en 25 países, Latam Airlines Group es el principal grupo de aerolíneas de Latinoamérica y uno de los mayores del mundo en red de conexiones. Cuenta con presencia en 6 mercados domésticos en Latinoamérica: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador y Perú, además de operaciones internacionales.

Distribución Ingresos



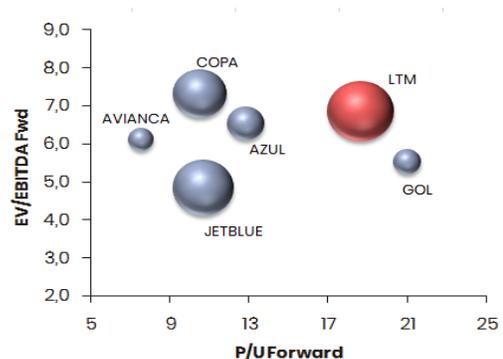
Fuente: Estados Financieros 2017.

EV/EBITDA TRAILING



Fuente: Economática

COMPARABLES



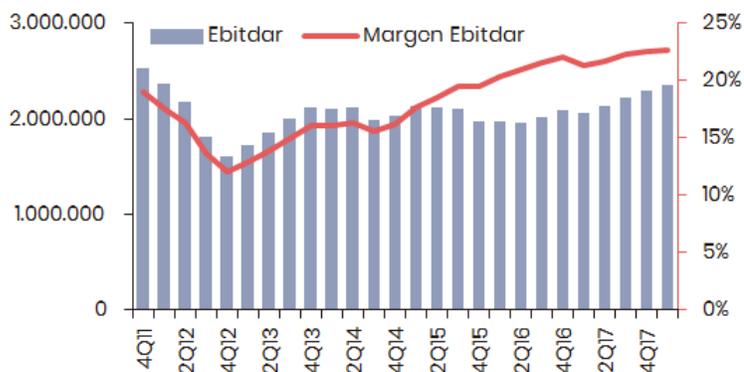
Latam Tiene Espacio para Mejorar sus Márgenes, pero se Mantendrían Presionados por la Depreciación del Real y Mayor Costo del Combustible

El enfoque tipo *low cost* de la empresa y el importante ahorro en costos que significó el mismo le permitió a la compañía mejorar su margen operacional en 1 pp. en 2017 (totalizando 7%), a pesar del incremento de 17,5% en el precio promedio del petróleo, lo que impactó positivamente el valor de su acción (ver gráfico 1). Creemos que sus márgenes podrían seguir mejorando, justificado principalmente en nuevas disminuciones de personal, el uso de aviones más eficientes y un aumento en la utilización de los mismos, así como una mejora del *revenue management*.

En conjunto con lo anterior, la apreciación de las monedas de la región han permitido una recuperación en los *yields* (facturación por kilómetro) de Latam durante los últimos años (ver gráfico 2), afectando positivamente sus resultados. En lo que se refiere a 2018, creemos que estos aumentarían en 5,3%, debido a la apreciación del peso chileno, cierto traspaso a precios del mayor costo del combustible y una apreciación de los *yields* del segmento doméstico Brasil en moneda local. Hacia adelante, estos más bien se estabilizarían. Sin embargo, no consideramos mayores ventas por concepto de ancillaries, lo que supone un riesgo al alza.

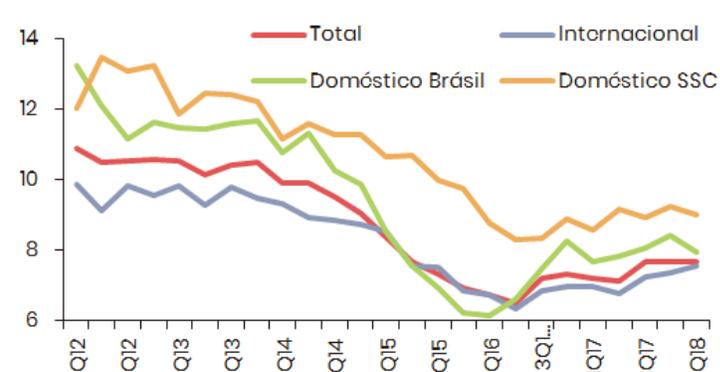
A pesar de esto, serían los factores externos (depreciación del real y mayor precio del combustible) los que mantendrían presionados los márgenes. Con todo, asumimos un margen operacional de 7,1% para este año, bajo el guidance de la propia compañía (7,5% a 9,5%).

GRÁFICO 1: EVOLUCIÓN HISTÓRICA EBITDAR (MMUS\$)



Fuente: Reportos Compañía y Estudios Security

GRÁFICO 2: EVOLUCIÓN HISTÓRICA YIELDS



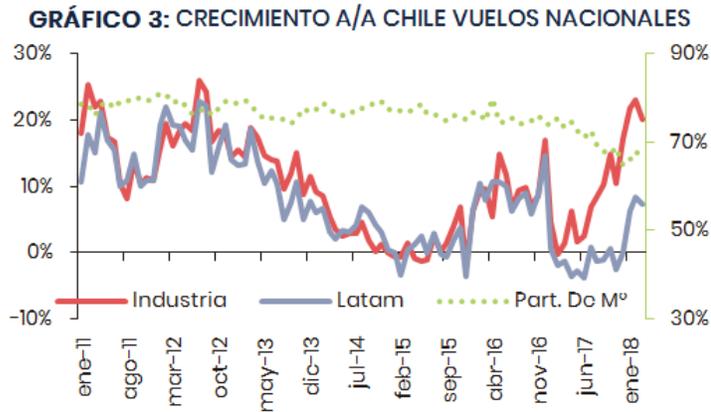
Fuente: Reportos Compañía y Estudios Security

Bajo Desarrollo Aéreo de la Región le Permitiría a Latam Continuar Aumentando su Tráfico de Pasajeros

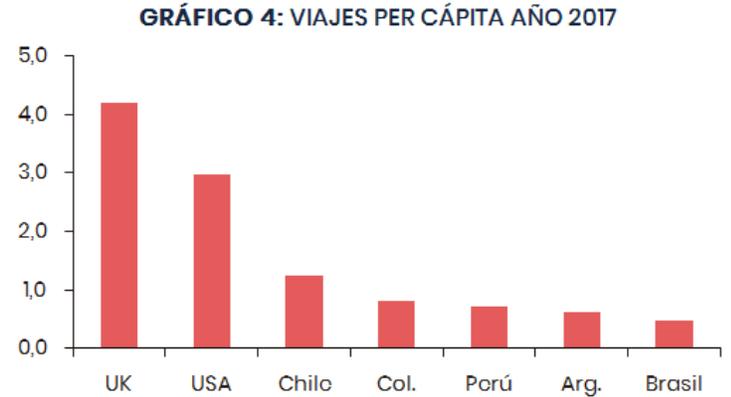
A excepción de Colombia, Latam Airlines ha visto disminuida su participación de mercado en la mayor parte de los países en los que opera, principalmente en el mercado doméstico. El caso más emblemático corresponde a Chile, donde la agresiva entrada de Jet Smart en la industria, sumado al cambio de estrategia de Sky Airlines hacia una aerolínea de bajo costo, se ha traducido en una pérdida de participación de mercado para Latam cercana a los 10 pp. desde 2016 (ver gráfico 3). Creemos que esta tendencia se mantendría durante los próximos años, incorporando una disminución de la misma hasta bajo un 50% en 2023, influenciado justamente por el inicio de operación de los 70 nuevos aviones que ya encargó JetSmart y que entrarían en operación a partir de 2021 en toda la región.

Si bien existen importantes diferencias en cuanto al desarrollo económico y estos últimos cuentan con la infraestructura necesaria para alcanzar estas cifras (especialmente en lo que se refiere al número de aeropuertos), esta región debiera ir disminuyendo la brecha.

Es así como creemos que Latam, pese a continuar perdiendo participación de mercado en Brasil y la mayor parte de los países de habla hispana, tendría espacio para continuar creciendo en su tráfico de pasajeros. Lo anterior, por ejemplo, ya ha comenzado a ocurrir en este año en Chile, donde la industria hasta el IT18 presenta un incremento de 20,5% a/a, en comparación al 8,4% a/a de Latam (ver gráfico 3). Es así como esta aerolínea mantiene un importante crecimiento en su tráfico de pasajeros, pese a disminuir su participación de mercado (desde 74% en el IT17 hasta un 67% en el presente año).



Fuente: JAC y Estudios Security



Fuente: Acrocivil, Anac, JAC, MTC, Transtat y Estudios Security

Incertidumbre de Brasil es la Principal Fuente de Riesgo para la Compañía

Hasta hace algunos meses Latam dependía directamente de la situación de Brasil, viéndose reflejado último a través de la fortaleza de su moneda (ver gráfico 4). Si bien esta correlación ha disminuido durante el último año, Brasil continúa siendo la principal fuente de ingresos de la compañía (36% de las ventas en 2017). En relación al aspecto económico del mismo cabe mencionar que la economía brasileña comienza a mostrar signos de recuperación luego de la fuerte crisis que afectó al país durante los últimos años, con contracciones del PIB en 2015 y 2016. No obstante lo anterior, el empeoramiento reciente del panorama global y el incierto escenario político interno, lo que entre otras cosas se ha traducido en un aplazamiento del necesario programa de reformas orientados a disminuir el déficit fiscal, han afectado las perspectivas a futuro, lo que se ha reflejado en una fuerte depreciación del dólar, de casi 13% durante 2018.

Creemos que el tipo de cambio actual de R\$3,80 se encuentra en la parte alta de las estimaciones, por lo que apuntamos más bien a un valor justo para el real en torno a R\$3,45 (ver *Correo Security 28-05-2018*) que incorporamos en nuestro modelo para 2018 (cabe mencionar que este considera un resultado favorable en las elecciones de octubre y que el tipo de cambio promedia R\$3,37 a la fecha). Sin embargo, por el momento mantenemos la recomendación de evitar la exposición al riesgo cambiario, por lo que consideramos escenarios alternativos para esto en la tabla 1:

CUADRO 1: SENSIBILIZACIÓN LATAM DE ACUERDO AL VALOR PROMEDIO DEL REAL EN 2018

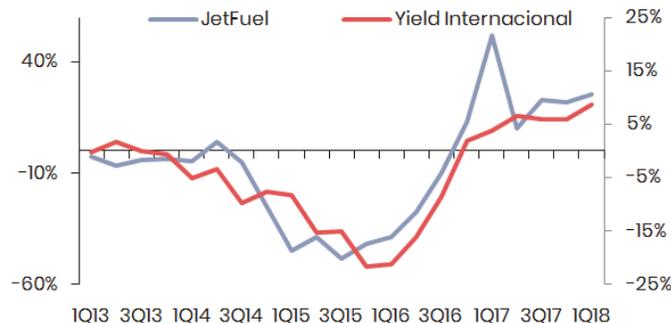
Tipo de Cambio (R\$/US\$)	3,25	3,35	3,45	3,55	3,65
Precio Objetivo Latam	10.166	9.669	9.200	8.758	8.340

GRÁFICO 5: EXCESO DE RETORNO LATAM VERSUS REAL



Fuente: Bloomberg y Estudios Security

GRÁFICO 6: VARIACIÓN A/A JETFUEL Y YIELD INTERNACIONAL



Fuente: Reportes Compañía, Bloomberg y Estudios Security

Altos Precios del Petróleo Incentivarían Mayor Producción, Siendo el Principal Riesgo en el Corto Plazo

El combustible corresponde a la principal fuente de gasto de Latam (24,5% del total de costos operacionales de 2017) y, pese a que en los negocios de carga e internacional se traspasa gran parte de las alzas a precios (ver gráfico 6) y la empresa realiza operaciones de cobertura para casi un 50% del consumo estimado, esta es otra de las variables que incide fuertemente sobre los resultados de la aerolínea, principalmente en el corto plazo cuando aún no ocurre traspaso a precios.

A la fecha, el precio promedio del barril de petróleo es de aproximadamente US\$65/barril, lo que corresponde a un incremento de 27,5% a/a. En nuestras estimaciones incorporamos justamente un precio US\$65/barril para este año, justificado en que precios muy por sobre el estimado incentivarían la entrada de nuevos productores, especialmente proveniente de EE.UU. Para escenarios alternativos, ver cuadro 2:

CUADRO 2: SENSIBILIZACIÓN LATAM DE ACUERDO AL VALOR PROMEDIO DEL WTI EN 2018

Precio WTI (US\$/Barril)	55	60	65	70	75
Precio Objetivo Latam	10.203	9.646	9.200	8.687	8.174

En resumen, el escenario actual para Latam Airlines es de alta incertidumbre. No obstante lo anterior, asumiendo un desenlace favorable en las elecciones de Brasil de octubre (con tipo de cambio promedio para 2018 de R\$3,45), un combustible que se mantendría controlado cerca de US\$65/barril, algunas mejoras en la operación de la compañía y un crecimiento en tráfico de pasajeros a pesar de la pérdida de participación de mercado, nuestro precio objetivo de \$9.200 es consistente con una recomendación de Sobreponderar.

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

Felipe Jaque S.
Economista Jefe
felipe.jaque@security.cl

César Guzmán B.
Gerente Macroeconomía
cesar.guzman@security.cl

Constanza Pérez S.
Subgerente de Estudios
Renta Variable
constanza.perez@security.cl

Juan José Ayestarán N.
Subgerente de Estudios
Renta Fija
juanjose.ayesteran@security.cl

Paulina Barahona N.
Analista Senior de Inversiones
paulina.barahona@security.cl

Jorge Cariola G.
Analista Senior
Macroeconomía
jorge.cariola@security.cl

Rosario del Río D.
Analista Renta Fija
Internacional
rosario.delrio@security.cl

Rodrigo Gardella B.
Analista de Inversiones
rodrigo.gardella@security.cl

Nicolás Libuy I.
Analista de Inversiones
nicolas.libuy@security.cl

Juan Carlos Prieto Z.
Analista de Inversiones
juancarlos.prieto@security.cl

Yessenia González del C.
Editora de Contenidos y
Comunicaciones
yessenia.gonzalez@security.cl

Aldo Lema N.
Economista Asociado
aldo.lemma@security.cl

Este informe puedes descargarlo desde nuestro sitio web inversionessecurity.cl

Av. Apoquindo #3150, Piso 7, Las Condes. Santiago, Chile.
inversionessecurity.cl • [@inv_security](https://twitter.com/inv_security) • (56 2) 2581 5600

INVERSIONES security

Este informe no constituye oferta a firme de compra ni venta de valores, no compromete a Grupo Security ni a sus filiales o empresas relacionadas. Este informe ha sido preparado en base a información pública, proveniente de fuentes a nuestro juicio confiables. Sin embargo, podría contener eventualmente algún error, que de modo alguno compromete la responsabilidad de los autores de este informe. Asimismo, los precios o valores indicados pueden presentar variaciones con respecto a lo informado. Las inversiones especificadas en este informe pueden no resultar adecuadas para todos los inversionistas. Éstos deben tomar sus propias decisiones según sus objetivos y sus niveles de riesgo específicos. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada o duplicada por cualquier forma o medio, o (ii) redistribuida sin el previo consentimiento escrito de Grupo Security.