



VALORACIÓN DE EMPRESA
LATAM AIRLINES GROUP S.A.
POR FLUJO DE CAJA DESCONTADO

VALORACION DE EMPRESAS PARA OPTAR AL GRADO DE
MAGISTER EN FINANZAS

Alumno: Hernán Almuna Gutiérrez

Profesor Guía: Arturo Rodríguez

Santiago, Enero 2015

DEDICATORIA

A mi hija, mi preciosa y amada Constanza la luz que ilumina mi vida y mi máximo orgullo. Hija mía, por todo el tiempo que te quite y por todas las horas que no pudimos estar juntos, sólo nos queda recuperar el tiempo perdido...

A mi mujer Alejandra, mi compañera de vida y de ruta, por siempre y para siempre, por su amor e infinita paciencia por todo el tiempo que duro el Magister, los días y noches de desvelo, este logro también es tuyo y te pertenece mi amor...

A mi Madre Nelda por todo su amor, apoyo y comprensión, eres mi refugio en las buenas y también en los tiempos difíciles, aún después de tantos años...

A mi padre Hernán, por su optimismo desbordante y aquellas enseñanzas, que no se aprenden en una sala de clases...

A mis Hermanas Andrea y Nicole, por el cariño y amor que nos une, mi admiración, por todo lo que han hecho y siguen haciendo, sólo decirles que es cierto, todos los sacrificios valen la pena...

AGRADECIMIENTOS

A mi Alma Mater, la Universidad de Chile y a su Facultad de Economía y Negocios, que no siendo mi Facultad de origen, me enseñó a quererla y apreciarla.

A mi profesor Guía Arturo Rodríguez por su disposición, consejos y recomendaciones que hicieron posible llevar a buen término esta tesis de valoración.

A los profesores del Magister en Finanzas por su gran profesionalismo y dedicación docente, en particular al Profesor Marcelo González A.

A todo el personal de apoyo administrativo y no docente por su gentileza y amabilidad que facilitaron en todo momento mi estadía en esta Facultad.

A todos los que no nombre y que de alguna u otra forma hicieron posible cumplir con este importante logro.

TABLA DE CONTENIDO

RESUMEN EJECUTIVO	1
METODOLOGÍA	2
CAPITULO I: DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA	4
1.1 DESCRIPCIÓN DE LATAM AIRLINES GROUP S.A.....	4
1.2 EMPRESAS FILIALES	6
1.3 PRINCIPALES ACCIONISTAS.....	8
CAPITULO II: DESCRIPCIÓN DE LA INDUSTRIA.....	9
2.1 INDUSTRIA DEL TRANSPORTE AEREO	9
2.2 LA INDUSTRIA AÉREA EN LATINOAMÉRICA.....	10
2.3 PRINCIPALES COMPETIDORES EN LATINOAMÉRICA	11
2.4 ANÁLISIS DE PORTER DE LA INDUSTRIA DEL TRANSPORTE AÉREO.....	13
CAPITULO III: DESCRIPCIÓN DEL FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA	16
3.1 DESCRIPCIÓN DEL FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA.....	16
CAPITULO IV: ESTIMACIÓN DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA..	17
4.1 DEUDA FINANCIERA	17
4.2 PATRIMONIO ECONÓMICO	17
4.3 ESTRUCTURA DE CAPITAL OBJETIVO.....	18
CAPITULO V: ESTIMACIÓN DEL COSTO PATRIMONIAL Y DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA	20
5.1 BETA PATRIMONIAL	20
5.2 COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA	21
CAPITULO VI: ANALISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA.....	24
6.1 ANÁLISIS DE CRECIMIENTO DE LATAM AIRLINES GROUP S.A.	24
6.2 ANÁLISIS DE COSTOS DE OPERACIÓN	27

6.3 ANÁLISIS DE CUENTAS NO OPERACIONALES	29
6.4 ANÁLISIS DE ACTIVOS	31
CAPITULO VII: PROYECCIÓN DE ESTADO DE RESULTADOS	33
7.1 PROYECCIÓN DE INGRESOS OPERACIONALES	33
7.2 PROYECCIÓN DE COSTOS OPERACIONALES	35
7.3 PROYECCIÓN RESULTADO NO OPERACIONAL	38
CAPITULO VIII: PROYECCIÓN DE FLUJOS DE CAJA LIBRE	40
8.1 ESTIMACIÓN DE LA DEPRECIACIÓN Y AMORTIZACIÓN DE INTANGIBLES. .	40
8.2 ESTIMACIÓN DE LA INVERSIÓN DE REPOSICIÓN E INVERSIÓN EN ACTIVO FIJO.	41
8.3 ESTIMACIÓN DE INVERSIÓN EN CAPITAL DE TRABAJO	43
8.4 ESTIMACIÓN DE DÉFICIT O EXCESO DE CAPITAL DE TRABAJO.	44
8.5 FLUJO DE CAJA LIBRE.	44
CAPITULO IX: VALORACIÓN ECONÓMICA DE LA EMPRESA Y DE SU PRECIO DE ACCIÓN	47
9.1 IDENTIFICACIÓN DE ACTIVOS PRESCINDIBLES	47
9.2 IDENTIFICACIÓN DE DEUDA FINANCIERA.....	48
9.3 VALORACIÓN ECONÓMICA DEL PRECIO DE LA ACCIÓN	48
CONCLUSIONES	49
BIBLIOGRAFIA	59

INDICE DE TABLAS

TABLA 1: CARACTERÍSTICAS LATAM AIRLINES GROUP S.A.....	5
TABLA 2: INGRESO DE PASAJERO Y CARGA POR ÁREA GEOGRÁFICA. (AÑO 2013)	5
TABLA 3: PRINCIPALES ACCIONISTAS POR GRUPO ECONÓMICO	8
TABLA 4: CARACTERÍSTICAS EMPRESAS COMPARABLES	11

TABLA 5: DESCRIPCIÓN GOL LINHAS AÉREAS.....	12
TABLA 6: DESCRIPCIÓN AVIANCA HOLDING S.A.	12
TABLA 7: DESCRIPCIÓN COPA HOLDING S.A.	13
TABLA 8: FUENTES DE FINANCIAMIENTO LATAM AIRLINES GROUP.....	16
TABLA 9: ESTRUCTURA DE DEUDA FINANCIERA SEGÚN IFRS.....	17
TABLA 10: DEUDA FINANCIERA ANUAL LATAM AIRLINES GROUP S.A.....	17
TABLA 11: ACCIONES SUSCRITAS Y PAGADAS AL CIERRE.	18
TABLA 12: PATRIMONIO ECONÓMICO AL CIERRE.....	18
TABLA 13: ESTRUCTURA DE DEUDA Y PATRIMONIO ECONÓMICO LATAM AIRLINES S.A.....	18
TABLA 14: ESTRUCTURA DE CAPITAL OBJETIVO AL CIERRE LATAM AIRLINES GROUP S.A.	19
TABLA 15: ESTRUCTURA DE CAPITAL OBJETIVO, MÁXIMOS, MÍNIMOS, MEDIANA	19
TABLA 16: BETA DE LA ACCIÓN.....	20
TABLA 17: COSTO DE LA DEUDA.....	21
TABLA 18: CRECIMIENTO DE INGRESOS ORDINARIOS 2010 AL 2013	24
TABLA 19: CRECIMIENTO REAL DE LA INDUSTRIA 2010 AL 2014	25
TABLA 20: CRECIMIENTO ESPERADO A PARTIR DE PIB 2013 AL 2016	27
TABLA 21: CLASIFICACIÓN COSTOS DE OPERACIÓN	27
TABLA 22: DISTRIBUCIÓN COSTOS DE OPERACIÓN.....	28
TABLA 23: INGRESOS FINANCIEROS 2010 AL 2013 Y PARCIAL AL 30.06.2014.....	29
TABLA 24: CRECIMIENTO DE OTROS INGRESOS DE 2010 AL 2013.....	30
TABLA 25: COSTOS FINANCIEROS 2010 AL 2013 Y PARCIAL AL 30.06.2014.....	30
TABLA 26: INGRESOS POR ZONAS GEOGRÁFICAS, PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO.....	33
TABLA 27: PROYECCIÓN DE INGRESOS ORDINARIOS Y OTROS INGRESOS	34
TABLA 28: PROYECCIÓN DE COSTO DE VENTAS.....	36
TABLA 29: PROYECCIÓN DE COSTOS DE DISTRIBUCIÓN.....	36
TABLA 30: PROYECCIÓN GASTOS DE ADMINISTRACIÓN	36
TABLA 31: PROYECCIÓN OTROS GASTOS	37
TABLA 32: PROYECCIÓN ESTADO DE RESULTADOS 2014 A 2018.....	39
TABLA 33: DEPRECIACIÓN REAL Y PROYECTADA.....	40
TABLA 34: FLOTA LATAM.....	42
TABLA 35: INVERSIONES CAPEX (MILL US\$).....	42
TABLA 36: INVERSIONES CAPEX (UF)	42

TABLA 37: INVERSIONES CAPEX (UF)	42
TABLA 38: CAPITAL DE TRABAJO OPERATIVO NETO	43
TABLA 39: RCTON 2010-2013 Y PARCIAL 2014.....	43
TABLA 40: INVERSIÓN EN CAPITAL DE TRABAJO PROYECTADA	44
TABLA 41: EXCESO DE CAPITAL DE TRABAJO	44
TABLA 42: FLUJO DE CAJA LIBRE PROYECTADO.....	45
TABLA 43: FLUJO DE CAJA LIBRE + VALOR TERMINAL	46
TABLA 44: FLUJO DE CAJA DESCONTADO	46
TABLA 45: IDENTIFICACIÓN ACTIVOS PRESCINDIBLES	47
TABLA 46: ACTIVOS PRESCINDIBLES.....	47
TABLA 47: DEUDA FINANCIERA	48
TABLA 48: VALORACIÓN ECONÓMICA DEL PRECIO DE LA ACCIÓN.....	48

INDICE DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1: DISTRIBUCIÓN DE PERSONAL LATAM	5
GRÁFICO 2: ANÁLISIS DE PORTER.....	15
GRÁFICO 3: EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO ANUAL TRANSPORTE AÉREO 2012 -2031	26
GRÁFICO 4: COSTOS OPERACIONALES.....	28
GRÁFICO 5: PROYECCIÓN INGRESOS OPERACIONALES	35
GRÁFICO 6: PROYECCIÓN COSTOS OPERACIONALES.....	37
GRÁFICO 7: PROYECCIÓN GASTOS NO OPERACIONALES	38

INDICE DE ANEXOS

ANEXO 1: PERFIL EMPRESA BLOOMBERG	51
ANEXO 2: ESTADO DE RESULTADO CONSOLIDADOS.....	52
ANEXO 3: BALANCES 2010 AL 30.06.2014 – ACTIVOS	53
ANEXO 4: BALANCES 2010 AL 30.06.2014 - PASIVOS.....	54
ANEXO 5: INDICADORES DEL TRANSPORTE AÉREO.....	55
ANEXO 6: COSTO DE AVIONES – AÑO 2013	57

RESUMEN EJECUTIVO

El presente trabajo tiene como finalidad establecer la Valorización de la Empresa LATAM Airlines Group S.A., fusión de las empresas LAN (Chile) y TAM (Brasil), Compañía líder en el transporte aéreo de carga y de pasajeros en Latinoamérica y una de las 10 mayores compañías a nivel mundial.

La Metodología utilizada corresponde a la Valorización por Flujo de Caja Descontado, cuyo procedimiento consta de una secuencia ordenada de recolección, análisis de datos y supuestos consistentes, que permiten construir un Flujo de Caja Libre, el que será descontado a una tasa de Costo de Capital de la empresa (WACC) representativa de la Estructura de Capital objetiva de la empresa en el largo Plazo, tanto en la proyección explícita como en la proyección implícita.

Para la construcción del Flujo de Caja Libre, sus componentes de Ingresos, Costos e Inversiones, deben reflejar con el mayor realismo y precisión, los escenarios esperados y factibles. En el caso de los Ingresos, considerar el comportamiento futuro de la Empresa y de la Industria, para los Costos, utilizar los mejores estimadores que corresponden al comportamiento histórico de la Compañía durante los últimos años y para las inversiones, a partir de los planes anunciados por la empresa, que se encuentren en ejecución o con alta probabilidad de realizarse.

Los resultados obtenidos al realizar la Valorización por Flujo de Caja Descontado, nos entrega un precio por acción de \$7.200, cercano al precio real de \$7.423 correspondiente a la fecha de valoración al día 30 de Junio de 2014. Este último precio refleja en gran parte las bajas expectativas futuras que tiene el mercado en relación al desempeño de la empresa a nivel administrativo y operacional.

Un aumento en el valor de la compañía, dependerá de la capacidad de revertir los magros resultados obtenidos los últimos periodos y que mediante una buena gestión administrativa y operacional, pueda capturar todas las sinergias y eficiencias operacionales prometidas antes de la Fusión LAN – TAM. De no mediar acciones concretas e inmediatas sólo, observaremos una caída persistente en el valor de la empresa y en el precio de sus acciones.

METODOLOGÍA

La metodología utilizada en esta valoración corresponde a la de Flujo de Caja Descontado (FCD), que es una de las metodologías más consistentes y solidas para valoración de empresas.

Este proceso se realiza mediante la actualización y proyección de flujos de caja futuros en un horizonte de tiempo determinado (Proyección Explícita) que para nuestra evaluación corresponde a 5 años y una proyección de Flujos de Caja más allá del horizonte de Proyección, llamado Valor Terminal o perpetuidad, correspondiente al periodo implícito de Proyección.

La componente de Valor terminal en un FCD representa la mayor parte del valor implícito final y es extremadamente sensible a los efectos acumulativos de los supuestos operacionales que subyacen a las proyecciones.

El proceso es secuencial y parte por la determinación de la utilidad neta del estado de resultados, utilizando proyecciones de Balance y Estados de Resultados de la empresa, a partir de supuestos consistentes con las expectativas del negocio de la empresa y de la Industria en la cual está inserta.

Posteriormente y mediante ajustes, se convierten dichas cuentas contables en un Flujo de Caja Bruto y con ajustes adicionales que contemplan los requerimientos inversionales se lleva a Flujo de Caja Libre.

Cabe consignar que la Contabilidad no puede proveernos directamente de los Flujos de Caja Libres, porque una parte utiliza el enfoque de lo devengado y, por otra asigna sus ingresos, costes y gastos basándose en criterios que no deja de ser arbitrarios. Estas características de la contabilidad distorsionan el enfoque al calcular flujos de caja, es decir, dinero efectivamente percibido, sin embargo con los ajustes considerado es posible obtener los flujos de caja que nos interesa ya sea bruto o libre.

El Flujo de Caja Libre está directamente relacionado con la capacidad generadora de fondos de una empresa a partir de todos los activos que esta posee o por actividades operacionales. Dado

que no considera el nivel de endeudamiento, la valorización realizada a través de este método es aplicable, tanto a empresas financiadas solamente con Patrimonio, como también a empresas financiadas con Deuda.

La tasa de descuento utilizada para la actualización de los flujos tanto en su proyección explícita como implícita, corresponde a la tasa de Costo de Capital (WACC o Tasa de los Activos). Se calcula como un promedio ponderado entre el costo de la deuda K_b y la rentabilidad exigida por los accionistas que se denomina frecuentemente costo patrimonial K_p .

Para valorar la empresa en la parte operativa se requiere que esta tenga una estructura de capital objetivo de largo plazo y no decreciente o creciente. En caso de no tener una estructura objetivo entonces se debe utilizar el Valor Presente Ajustado (VPA)¹

De esta forma se obtendrá el valor total de una empresa (en su parte operativa), que tenga deuda financiera y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda, se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa.

Para obtener el Valor Total de la empresa, se debe adicionar el valor de los Activos Prescindibles (Activos que no son generadores de Flujo) y ajustar el exceso o déficit de Capital de Trabajo que la empresa pudiera tener al momento de la valoración.

La Valoración del Patrimonio se obtiene restando al valor total de la empresa el valor presente de la deuda financiera al momento de la valoración.

¹ Libro Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica – Autor Carlos Maquieira

CAPITULO I: DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA

1.1 DESCRIPCIÓN DE LATAM AIRLINES GROUP S.A

Latam Airlines Group S.A Es una sociedad anónima abierta inscrita ante la superintendencia de valores y seguros bajo el N°306, cuyas acciones cotizan en la Bolsa de Comercio de Santiago, en la Bolsa electrónica de Chile y en la Bolsa de valores de Valparaíso. Además se cotiza en la Bolsa de Nueva York, en forma de ADRs y en el Bovespa de Sao Paulo, Brasil, en forma de BDRs.

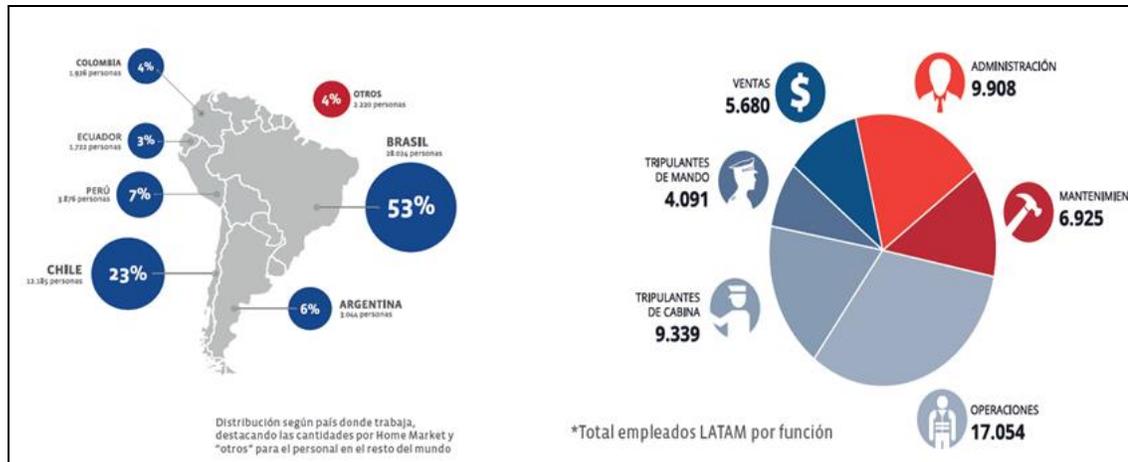
Se origina de la Fusión el año 2012 de las empresas de Transporte Aéreo y de Carga LAN (Empresa Chilena) y TAM (empresa Brasileña). Es una aerolínea que provee servicios de vuelo domésticos e internacionales de pasajeros y de carga, a más de 150 destinos en 24 destinos internacionales de Sudamérica, el Caribe, Europa Norteamérica y el Pacífico.

Adicionalmente, el grupo tiene presencia local en 7 mercados –Chile (16 destinos domésticos), Brasil (40 destinos domésticos), Argentina (14 destinos domésticos), Perú (14 destinos domésticos), Ecuador (6 destinos domésticos), Colombia (20 destinos domésticos) y Paraguay.

En lo que respecta a la operación regional, la amplia red de cobertura de la Compañía le permitió alcanzar un 52% de participación consolidándose como la aerolínea líder de Sudamérica, en donde sus principales competidores son Avianca-Taca, Aerolíneas Argentinas y Gol con participaciones de 22%, 10% y 8% respectivamente. Para desarrollar estas operaciones la compañía utilizó una flota compuesta por aviones de la familia Airbus A320 y Boeing 767.

A diciembre de 2013, la Compañía está integrada por 52.997 personas, haciendo de LATAM Airlines Group S.A. una empresa no sólo multinacional sino también multicultural.

Gráfico 1: Distribución de Personal LATAM



Fuente: Memoria Anual 2013

Tabla 1: Características Latam Airlines Group S.A.

EMPRESA	LATAM AIRLINES GROUP S.A
TICKER	LAN:CL - LFL:US -LATM33:BZ:
CLASE DE ACCION	CLASE A
MERCADO	NYSE - BOVESPA - IPSA
EBITDA 2013	US\$ 1.628 Millones
EBITDA 2014 (ESTIMADO)	US\$ 1.465 Millones
NEGOCIO PASAJEROS	85%
NEGOCIO CARGA	15%
POSICIÓN RELATIVA LATINOAMERICA	1
VALOR DE LA EMPRESA A JUNIO 2014	US\$ 13.840 Millones

Fuente: Bloomberg

Tabla 2: Ingreso de Pasajero y Carga por Área Geográfica. (Año 2013)

País	Ingresos (Miles de UF)	Distribución
Ecuador	6.150	2%
Colombia	8.718	3%
Perú	14.520	5%
Europa	21.066	7%
Argentina	21.360	7%
Resto del mundo	26.214	9%
USA	28.997	10%
Chile	38.164	13%
Brasil	125.221	43%
Total	290.411	100%

Año 2013

Fuente: Memoria 2013

El 43% de los ingresos operacionales de Latam Airlines Group S.A provienen de sus operaciones en Brasil y presenta una tasa de ocupación consolidada del 80%.

1.2 EMPRESAS FILIALES

Las empresas filiales que integran el Holding LATAM AIRLINES GROUP al 30.06.2014, corresponden a:

- a. **LAN CHILE INVESTMENTS LIMITED Y FILIALES:** Sociedad Limitada constituida en Islas Cayman por escritura Pública de fecha 30 de Julio de 1999. Su objeto social es el de realizar inversiones en toda clase de bienes, sean estos muebles o inmuebles, corporales o incorporeales.

- b. **TAM S.A. Y FILIALES:** Sociedad Anónima constituida en Brasil en Mayo de 1997, cuyo objeto social es participar en calidad de accionista en otras sociedades, especialmente en empresas que exploten servicios de transporte aéreo regular de ámbito nacional e internacional y otras actividades conexas, relacionadas o complementarias al transporte aéreo regular.

- c. **LAN PERU S.A.:** Sociedad Anónima constituida en Perú el 14 de Febrero de 1997, cuyo objeto social es la prestación de servicios de transporte aéreo de pasajeros, carga y correo, a nivel nacional e internacional, de conformidad con la legislación de aeronáutica civil.

Es una subsidiaria de Lan Airlines S.A que posee de manera directa e indirecta el 70% de las acciones de su capital social.

- d. **LAN CARGO S.A. Y FILIALES:** Sociedad Anónima cerrada constituida en 22 de Mayo de 1970, su objeto social es realizar y desarrollar, sea por cuenta propia o ajena, el transporte en general en cualquiera de sus formas y, en particular, el transporte aéreo de pasajeros, carga y correspondencia, dentro y fuera del país; las actividades turísticas, de hotelería y demás complementarias a ellas, en cualquiera de sus formas, dentro y fuera del país; la compra, venta, fabricación y/o integración, mantenimiento, arrendamiento o cualquier otra forma de uso o goce, sea por cuenta propia o de terceros, de aviones, repuestos y equipos aeronáuticos, y la explotación de ellos a cualquier título.

- e. **LANTOURS DIVISION SERVICIOS TERRESTRES S.A.:** Sociedad Anónima cerrada constituida por escritura pública de fecha 22 de Junio de 1070, cuyo objeto social es la Explotación, administración y representación de empresas o negocios nacionales o extranjeros dedicados a actividades hoteleras, navieras, aéreas y turismo; explotación por cuenta propia o de terceros, arrendamiento automóviles; importación, exportación, producción, comercialización y distribución por cuenta propia o ajena, en mercados nacionales e internacionales cualquiera clase mercaderías, sean materias primas, insumos o productos terminados.

- f. **INVERSIONES LAN S.A. Y FILIALES:** Empresa constituida como sociedad anónima cerrada el 23 de Enero de 1990, cuyo objeto social es realizar inversiones en toda clase de bienes, sean éstos muebles o inmuebles, corporales o incorporales. Además, la Sociedad podrá formar otros tipos de sociedades, de cualquier especie; adquirir derechos en sociedades ya formadas, administrarlas, modificarlas y liquidarlas.

- g. **INMOBILIARIA AERONAUTICA S.A.:** Empresa constituida como sociedad anónima cerrada el 01 de Agosto de 1995, cuyo objeto social es realizar adquisiciones y enajenaciones de bienes raíces y de derechos sobre ellos; el desarrollo, planificación, enajenación y construcción de inmuebles y proyectos inmobiliarios; el arrendamiento, administración y cualquier otra forma de explotación de bienes raíces, ya sea por cuenta propia o de terceros.

- h. **LAN PAX GROUP S.A. Y FILIALES:** Realizar inversiones en toda clase de bienes, sean estos muebles o inmuebles, corporales o incorporales. Dentro de su giro, la sociedad podrá formar todo tipo de sociedades, de cualquier especie; adquirir derechos en sociedades ya formadas, administrarlas, modificarlas, liquidarlas. Ejercer el desarrollo y explotación de toda otra actividad derivada del objeto social y/o vinculadas, conexas, coadyuvantes o complementarias del mismo.

1.3 PRINCIPALES ACCIONISTAS

Los Principales accionistas en la propiedad de la empresa LATAM AIRLINES GROUP , al 30 de Junio de 2014, corresponden a:

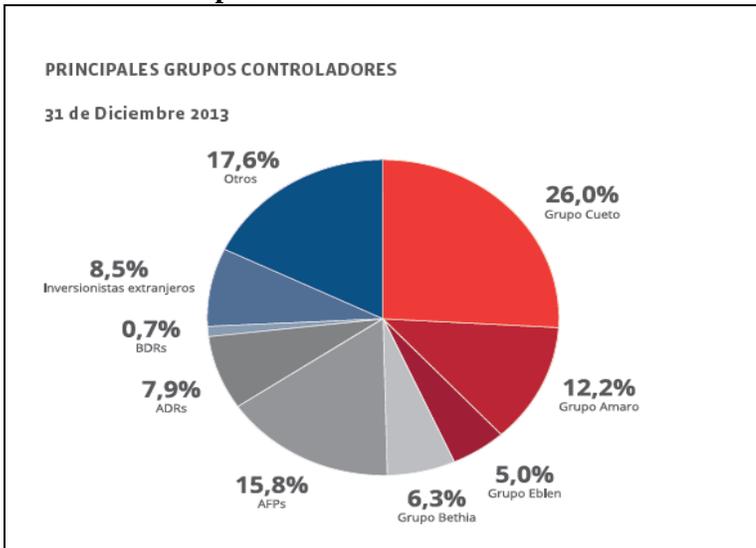
Tabla 3: Principales Accionistas por Grupo Económico

	Nombre (Apellido paterno, materno, nombres)	N° Acciones suscritas	N° Acciones pagadas	% de propiedad
1	COSTA VERDE AERONAUTICA SA	83.812.353	83.812.353	15,36%
2	TEP CHILE SA	65.554.075	65.554.075	12,02%
3	J P MORGAN CHASE BANK	48.662.780	48.662.780	8,92%
4	TERCEROS NO RESIDENTES	21.998.161	21.998.161	4,03%
5	COSTA VERDE AERONAUTICA SPA	20.000.000	20.000.000	3,67%
6	AERONAUTICA LTDA	19.873.075	19.873.075	3,64%
7	AXXION S A	18.473.333	18.473.333	3,39%
8	INVERSIONISTAS	17.750.220	17.750.220	3,25%
9	INVERSIONES ANDES SPA	17.146.529	17.146.529	3,14%
10	BOLSA	17.028.209	17.028.209	3,12%
11	INVERSIONES HS SPA	14.528.024	14.528.024	2,66%
12	INV EXTRANJEROS	11.513.160	11.513.160	2,11%

Fuente:SVS Año 2014

Los principales accionistas por Grupo económico corresponden a:

Gráfico 2: Principales Accionistas



Fuente: Memoria Anual 2013

CAPITULO II: DESCRIPCIÓN DE LA INDUSTRIA

2.1 INDUSTRIA DEL TRANSPORTE AEREO

La industria del Transporte Aéreo es de grandes volúmenes de venta y de bajos márgenes de utilidades. Tiene costos fijos altos, asociados al costo de las aeronaves y personal. A su vez presenta una demanda muy variable, sensible a los ciclos de la economía y a factores externos.

Es un mercado muy competitivo, que incentiva la guerras de precios y competencias por itinerarios, generando dificultades financieras a quienes no tienen una estrategia de negocio inteligente basada en la flexibilidad y la eficiencia. Se observa una disminución en el número de operadores producto de diferentes fusiones, así como también la proliferación de acuerdos bilaterales de negocio conjunto entre operadores de distintos continentes, unificando sus políticas comerciales y entregando una oferta conjunta, logrando así consolidar la industria y formar un entorno competitivo racional enfocado en la rentabilidad, bajo un modelo low cost. Para que esto sea posible, las aerolíneas deben gestionar que sus aviones estén permanentemente en vuelo, dado que un avión en tierra no genera ingresos y sólo es una pérdida de dinero.

El negocio principal de las aerolíneas corresponde al transporte de carga y pasajeros, que presentan comportamientos y crecimientos distintos. En el negocio de pasajeros se puede diferenciar el negocio domestico, que corresponde a los vuelos dentro del país en que la aerolínea opera y el negocio internacional fuera del país donde opera. Depende de una exigente logística y servicio, por lo que el soporte en la tecnología es clave para brindar servicio al cliente y eficiencia interna.

IATA² estima ingresos al 2014 por USD 743.000 millones, con un margen de beneficio de 2,6%. En el año 2010 estos fueron de USD 579.000 millones y un 3,3% de margen de beneficio neto —0,7 puntos porcentuales más que 2014.

² Asociación de Transporte Aéreo Internacional

El mercado de pasajeros sigue superando al sector de carga. No obstante, el margen de beneficio neto sigue siendo débil: 1,1% en 2012; 1,8% en 2013; y 2,6% en 2014. Es necesario mencionar que el desempeño varía considerablemente de unas aerolíneas a otras y entre las diferentes regiones.

Los precios del combustible para la aviación siguen siendo altos, pero por debajo del peak máximo alcanzado en 2012. La demanda de pasajeros se expande a un ritmo del 5-6%, en línea con la tendencia histórica. La eficiencia adquirida gracias a las fusiones y a los joint ventures proporciona valor tanto a los pasajeros como a los socios de la industria.

Las previsiones de la IATA son estimaciones de los resultados globales del transporte aéreo mundial, por lo que no deben tomarse como un indicador del desempeño individual de las aerolíneas, que puede variar de forma significativa del pronóstico global e, incluso, ir en una dirección distinta.

2.2 LA INDUSTRIA AÉREA EN LATINOAMÉRICA

Las dos grandes aerolíneas que han resurgido en Latinoamérica a través de las fusiones son Avianca con TACA y LAN con TAM, ambas están compitiendo directamente a través de alianzas estratégicas con muchos de los países de la región.

Pero hay otros competidores importantes, Gol Transportes Aéreos, por ejemplo, se ha convertido en la segunda aerolínea más grande de Brasil.

Aeroméxico se ha beneficiado de la desaparición de Mexicana de Aviación, pero frente a una mayor competencia de las aerolíneas de bajo coste.

Aerolíneas Argentinas, por su parte, se contuvo y se protege al mismo tiempo, por las políticas económicas del gobierno argentino, está luchando para lograr un cambio financiero.

Estos son algunas de los datos sus operaciones e ingresos anuales actuales:

Tabla 4: Características Empresas comparables

	LATAM	GOL	COPA AIRLINES	AVIANCA	AEROLINES ARG.
Ciudades que cubre (1)	252	64	74	91	55
Aviones en Servicio (1)	327	135	90	123	42
Numero de Empleados (1)	53.000	16.470	8.524	18.000	11.158
Ingresos Anuales 2013 (2)	US\$ 12,9 Billones	US\$ 9,8 Billones	US\$2,6 Billones	US\$4,6 Billones	US\$1,5 Billones
Valor de la Empresa 2013 (2)	US\$ 15,7 Billones	US\$ 6,3 Billones	US\$ 7,1 Billones	US\$ 3,4 Billones	Sin Información
Valor de la Empresa 2014 (2)	US\$ 13,8 Billones	US\$ 7,3 Billones	US\$ 5,6 Billones	US\$ 4 Billones	Sin Información
Posición	1	2	3	4	5

(1) Fuente: Aviation Week Intelligence Network, Latin American Air Transport And Financial report.

(2)Fuente: Bloomberg

Los ingresos del sector aéreo en Latinoamérica se estimaban en aproximadamente USD 27.000 millones al año 2012. En los últimos 10 años el crecimiento de los pasajeros transportados se había duplicado alcanzando a los 149 millones de usuarios en la principales líneas aéreas de la región y los expertos del sector están convencidos que Latinoamérica seguirá siendo un lugar prometedor para las Aerolíneas.

2.3 PRINCIPALES COMPETIDORES EN LATINOAMÉRICA³

- a) **GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES S.A.:** Gol es una aerolínea de origen brasileño fundada en 2001, para popularizar y democratizar el transporte aéreo a partir de una estrategia de bajo costo y de alta calidad a sus clientes, permitiendo ofrecer tarifas reducidas, tiene su sede central en São Paulo.

Es la segunda línea aérea más grande e importante de Brasil y de América Latina.

En la actualidad la aerolínea es propiedad de tres grupos: AeroPar Participações (77%), Venture (17.6%) y American International Group (5.4%).

³ No incluye Empresas Mexicanas

Tabla 5: Descripción Gol Linhas aéreas

EMPRESA	GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES S.A.
TICKER	GOLL4
CLASE DE ACCION	CLASE B
MERCADO	NYSE - BOVESPA
EBITDA 2013	US\$ 827 Millones
EBITDA 2014 (ESTIMADO)	US\$ 1.095 Millones
NEGOCIO PASAJEROS	87%
NEGOCIO CARGA	13%
POSICIÓN RELATIVA LATINOAMERICA	2
VALOR DE LA EMPRESA A JUNIO 2014	US\$ 7.348 Millones

Fuente: Bloomberg

- b) **AVIANCA HOLDINGS S.A.:** AVIANCA fue fundada y creada en Colombia, es la primera aerolínea fundada en América y la segunda en el mundo. Sus acciones se transan en la Bolsa de Colombia (BVC) y en la Bolsa de Nueva York. Sus principales actividades corresponden a transporte aéreo de pasajeros, transporte de carga y actividades conexas relacionadas con los servicios de transporte aéreo, a través de las cuales presta servicios turísticos y servicios de ingeniería, mantenimiento y atención especializada a la operación de otros transportadores.

Su centro de conexiones (hub) está localizado en el Aeropuerto Internacional El Dorado de Bogotá, desde donde opera vuelos programados y chárteres a diferentes destinos nacionales e internacionales en América y Europa.

Tabla 6: Descripción Avianca Holding S.A.

EMPRESA	AVIANCA HOLDINGS S.A.
TICKER	AVH:US - PFAVH:CB
CLASE DE ACCION	CLASE A
MERCADO	NYSE - BVC
EBITDA 2013	US\$ 554 Millones
EBITDA 2014 (ESTIMADO)	US\$ 536 Millones
NEGOCIO PASAJEROS	84%
NEGOCIO CARGA	16%
POSICIÓN RELATIVA LATINOAMERICA	4
VALOR DE LA EMPRESA A JUNIO 2014	US\$ 3.960 Millones

Fuente: Bloomberg

- c) **COPA HOLDINGS S.A:** Copa Airlines (Compañía Panameña de Aviación, S.A) es la aerolínea internacional de Panamá, con sede en la ciudad de Panamá.

Fue fundada en 1947 por un grupo de inversionistas panameños y Pan American World Airways.

Copa Holdings es un proveedor relevante a nivel latino americano en transporte de pasajeros y pasajeros de carga a través de dos de sus principales subsidiarias operativas, Copa Airlines y copa Airlines Colombia.

Vuela a 71 destinos en 30 países en Norte, Centro, Sudamérica y El Caribe, además la aerolínea mantiene una alianza estratégica con la compañía estadounidense United Airlines. Las principales actividades de la empresa corresponden a transporte aéreo de pasajeros y transporte de carga

Tabla 7: Descripción Copa Holding S.A.

EMPRESA	COPA HOLDINGS S.A.
TICKER	CPA
CLASE DE ACCION	CLASE A
MERCADO	NYSE
EBITDA 2013	US\$655 Millones
EBITDA 2014 (ESTIMADO)	US\$ 727 Millones
NEGOCIO PASAJEROS	96%
NEGOCIO CARGA	4%
POSICIÓN RELATIVA LATINOAMERICA	3
VALOR DE LA EMPRESA A JUNIO 2014	US\$ 5.604 Millones

Fuente: Bloomberg

2.4 ANÁLISIS DE PORTER DE LA INDUSTRIA DEL TRANSPORTE AÉREO

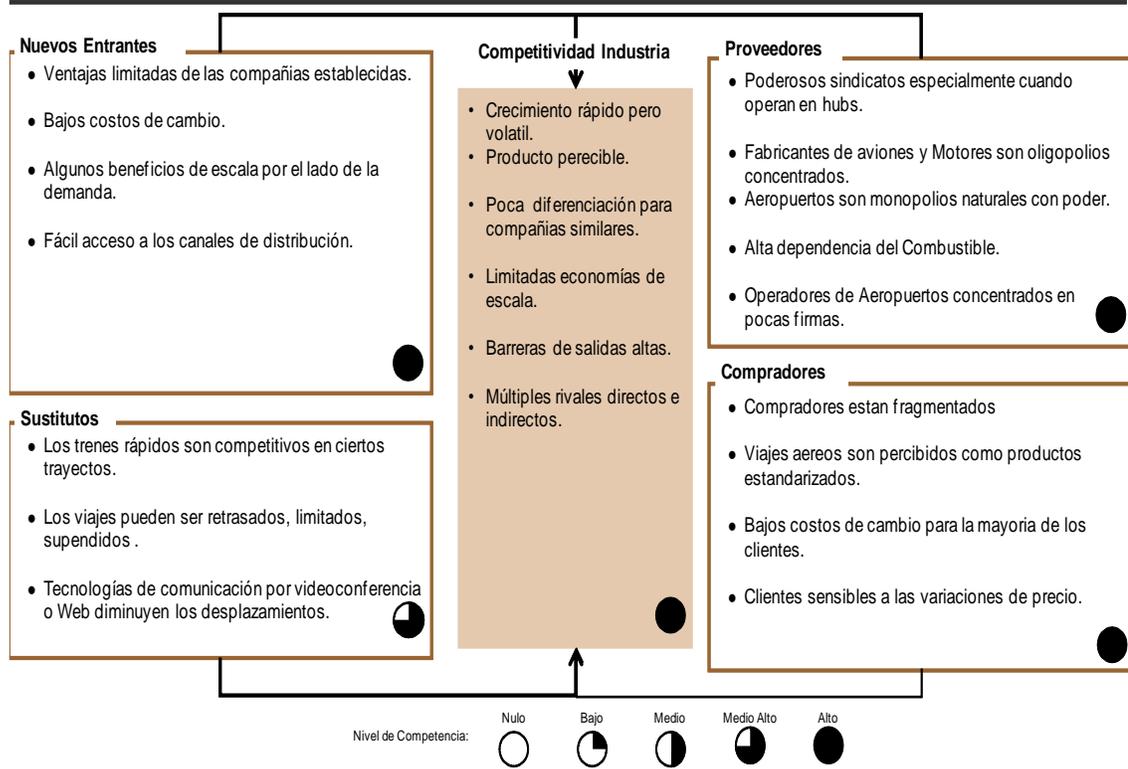
El profesor de la Universidad de Harvard, Michael Porter, elaboro un análisis de las cinco fuerzas de la competencia para la industria aérea mundial⁴ donde concluyo que es una de las pocas industrias a nivel mundial que tiene todas sus fuerzas clasificadas como fuertes. A continuación el detalle de cada una de las cinco fuerzas:

⁴ A solicitud de IATA

- **2.4.1 El poder de negociación de los proveedores** es alto, con poderosos sindicatos especialmente en las operaciones de los hubs de la compañía, oligopolios en la producción de aviones y motores, monopolios locales en los aeropuertos, alta dependencia del combustible y creciente concentración en los proveedores de servicios.
- **2.4.2 El poder de negociación de los compradores** también es alto, porque tienen bajos costos de cambio, perciben los viajes aéreos como un commodity y son muy sensibles al precio, a pesar de ser un grupo muy disperso y fragmentado.
- **2.4.3 La amenaza de los productos sustitutos** es media, pero está en aumento, por las mejoras de las tecnologías de comunicación vía web y la competencia que se puede dar por los trenes rápidos en ciertos trayectos y en otros modos de transporte para viajes de corta distancia. Además, puede producirse búsqueda de sustitutos por la suspensión, retraso o limitaciones en los viajes aéreos.
- **2.4.4 La amenaza de nuevos entrantes** es alta, con varias maneras fáciles de entrar al mercado, expedito acceso a los canales de distribución, pocos beneficios de la escala y limitada ventaja de los competidores actuales.
- **2.4.5 La rivalidad entre los competidores existentes** es alta, parcialmente por causas económicas (limitadas economías de escala, producto perecible, etc.) pero también por las restricciones del gobierno y limitaciones para viajes internacionales. Además, por que los canales indirectos de distribución presionan por una competencia solo por precios más bajos y una mayor disponibilidad de fechas para vuelos.
- **2.4.6 El poder de negociación de los canales de distribución** es muy alto, pues los tres mayores sistemas de distribución mundial (GDS) están muy alejados del resto de la competencia por su poder de mercado, y los sitios webs ofrecen una mayor transparencia en las tarifas de los viajes.

Gráfico 2: Análisis de Porter

Modelo 5 Fuerzas de Porter para Transporte Aereo



Fuente: IATA Profitability in the Air Transport. Junio 2013

CAPITULO III: DESCRIPCIÓN DEL FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA

3.1 DESCRIPCIÓN DEL FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA

Las fuentes de Financiamiento de **Latam Airlines Group S.A.** al 30 de Junio de 2014, corresponden a:

Tabla 8: Fuentes de Financiamiento Latam Airlines Group

FUENTES DE FINANCIAMIENTO LATAM (En Miles de UF)	30.06.2014	%
OTROS PASIVOS FINANCIEROS CP	34.891	7%
OTROS PASIVOS FINANCIEROS LP	164.878	33%
SUBTOTAL OTROS PASIVOS FINANCIEROS	199.769	40%
CUENTAS Y DCTOS POR PAGAR CP	36.883	7%
CUENTAS Y DCTOS POR PAGAR LP	18.671	4%
SUBTOTAL CUENTAS Y DCTOS POR PAGAR	55.554	11%
OTROS PASIVOS CP	64.506	13%
OTROS PASIVOS LP	47.804	10%
SUBTOTAL OTROS PASIVOS	112.310	23%
TOTAL PASIVO EXIGIBLE	367.633	74%
PATRIMONIO	129.419	26%
TOTAL PASIVO EXIGIBLE Y PATRIMONIO	497.052	100%

Fuente: Elaboración Propia

- Razón de Endeudamiento: 2,84 (Deuda / Patrimonio)
- Deuda Sobre Activos: 0,74

A mayor deuda, mayor el porcentaje de Flujos operacionales a los acreedores. Como la empresa posee principalmente Activos Fijos, es razonable emplear mas deuda de Largo Plazo

La empresa LATAM obtiene financiamiento a través de préstamos bancarios de corto y largo plazo que representan un 40% de su deuda. Cabe consignar que hasta el año 2013, la empresa fusionada no había emitido Bonos.

En Noviembre del año 2013, la empresa emitió un Bono por por US\$ 450 Millones. Con vencimiento al año 2020 a una tasa de emisión de un 6%, con Amortización Trimestral.

CAPITULO IV: ESTIMACIÓN DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA

Para realizar la estimación de la estructura objetivo de capital de LATAM AIRLINES GROUP, se consideraron las cifras de Deuda Financiera y Patrimonio de los últimos 5 años, obtenido de los Balances en IFRS, de año 2010 hasta el 30.06.2014.

4.1 DEUDA FINANCIERA

En IFRS, la Deuda Financiera, se obtiene como:

Tabla 9: Estructura de Deuda Financiera según IFRS

DEUDA FINANCIERA (IFRS)
+ Préstamos que devengan intereses (corriente)
+ Otros Pasivos Financieros (corriente)
+ Préstamos que devengan intereses (no corriente)
+ Otros Pasivos Financieros (no corriente)
= DEUDA FINANCIERA

Según lo anterior, la Deuda Financiera (en Miles de UF) para la empresa LATAM AIRLINES GROUP S.A. para los años 2010 al 2013 y parcial al 30.06.2014, corresponde a:

Tabla 10: Deuda Financiera anual Latam Airlines Group S.A.

DEUDA FINANCIERA					
	2010	2011	2012	2013	30.06.2014
Deuda Financiera (En Miles de UF)	67.781	86.342	204.219	222.445	199.769

4.2 PATRIMONIO ECONÓMICO

Para el caso del Patrimonio, se obtuvo la información de las Notas a los Estados Financieros para acciones suscritas y pagadas al 31 de Diciembre del Año 2010 al 2013 y para el 30 de Junio del año 2014, que corresponden a:

Tabla 11: Acciones suscritas y pagadas al cierre.

Cierre	N° Acciones Suscritas	N° Acciones Pagadas	%	Precio Acción (En \$)	Precio Acción (En US\$)
30.06.2014	551.847.819	545.547.819	99%	\$ 7.444	\$ 13,5
2013	551.847.819	535.243.229	97%	\$ 8.255	\$ 15,8
2012	488.355.791	479.098.052	98%	\$ 11.149	\$ 23,3
2011	488.355.882	340.326.431	70%	\$ 12.079	\$ 23,2
2010	341.000.000	338.790.909	99%	\$ 14.479	\$ 30,9

De acuerdo a lo anterior obtenemos el Patrimonio Económico (Acciones pagadas multiplicada por el precio de la acción al cierre de cada año), que corresponde a:

Tabla 12: Patrimonio Económico al cierre.

	2010	2011	2012	2013	30.06.2014
PATRIMONIO ECONOMICO (En Miles de UF)	228.631	184.383	233.856	189.543	169.049

4.3 ESTRUCTURA DE CAPITAL OBJETIVO

Considerando la información obtenida de Deuda Financiera y Patrimonio Económico, obtenidos anteriormente, calculamos:

B: Deuda Financiera

P: Patrimonio Económico

V: Valor de Económico de la empresa, que corresponde a B+P

Tabla 13: Estructura de Deuda y Patrimonio Económico Latam Airlines Group S.A.

	2010	2011	2012	2013	30.06.2014
B Deuda	67.781	86.342	204.219	222.445	199.769
P Patrimonio	228.631	184.383	233.856	189.543	169.049
V Valor de la Empresa (Miles de UF)	296.412	270.725	438.076	411.988	368.818

Utilizaremos el promedio simple para obtener la Estructura de Capital Objetivo; Razón de Endeudamiento (B/V) y la Razón de Deuda a Patrimonio (B/P), al cierre de los años 2010 al 2013 y al 30.06.2014.

Tabla 14: Estructura de Capital Objetivo al cierre Latam Airlines Group S.A.

Razon	2010	2011	2012	2013	30.06.2014	Promedio
B/V	22,9%	31,9%	46,6%	54,0%	54,2%	41,9%
P/V	77,1%	68,1%	53,4%	46,0%	45,8%	58,1%
B/P	29,6%	46,8%	87,3%	117,4%	118,2%	79,9%

Tabla 15: Estructura de Capital Objetivo, máximos, mínimos, mediana y promedios.

	B/V	P/V	B/P
Minimo	22,9%	45,8%	29,6%
Maximo	54,2%	77,1%	118,2%
Mediana	46,6%	53,4%	87,3%
Promedio	41,9%	58,1%	79,9%
Desvest	14,0%	14,0%	40,4%

CAPITULO V: ESTIMACIÓN DEL COSTO PATRIMONIAL Y DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA

5.1 BETA PATRIMONIAL

Para realizar la estimación del Beta Patrimonial, se obtuvieron los precios semanales de la acción⁵, (precios de cierre) desde el 01 de Julio de 2008, hasta el 30 de Junio de 2014 y los precios semanales del índice IGPA desde el 01 de Julio de 2008, hasta el 30 de Junio de 2014.

Se realizo una regresión del Modelo de Mercado, utilizando 105 retornos para cada periodo

MODELO DE MERCADO

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_t$$

En donde:

- $R_{i,t}$: Retorno del activo i (Activo Latam) durante el período t.
- $R_{m,t}$: Retorno del proxy de mercado (IGPA) durante el período t.

Tabla 16: Beta de la acción

ESTIMACION BETA PATRIMONIAL					
	2010	2011	2012	2013	30.06.2014
Beta de la Acción	1,257	1,223	1,144	1,212	1,670
p-value (significancia)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Presencia Bursátil	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente elaboración propia

⁵ Fuente Bloomberg

5.2 COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA

Para realizar la estimación del Costo de Capital de Latam Airlines Group S.A., se utilizaron los siguientes supuestos:

- R_f : Tasa Libre de Riesgo de 2,24% , BTU-30 al 25 de Junio de 2014.
- PRM : Premio por Riesgo de Mercado de 5,93%.
- t_c :Tasa de Impuesto a las Corporaciones de un 20%.

Costo de la Deuda (k_b)

En Bloomberg no aparecen Bonos Vigentes de LATAM, sin embargo en sus Balances y Estado de Resultados al 30.06.2014, se hace referencia a una última emisión de Bonos de LATAM por US\$ 450 Millones, con vencimiento al año 2020 a una tasa de emisión de un 6% y amortización Trimestral. Este Bono es de Corto plazo y no es representativo de la Tasa de Deuda.

Para obtener una mejor aproximación del costo de la deuda, tomamos los Gastos Financieros y la deuda Bancaria, calculando el promedio del Costo de la Deuda de 4 años.

Tabla 17: Costo de la deuda

COSTO DE LA DEUDA					
	2010	2011	2012	2013	Promedio
Deuda Financiera (En Miles de UF)	67.781	86.342	204.219	222.445	
Gastos Financieros	3.390	3.253	6.173	10.393	
Costo de la Deuda (Kb)	5,0%	3,8%	3,0%	4,7%	4,1%

El valor obtenido de 4,1% es más consistente que tomar el valor de la tasa de emisión del Bono (Mediano Plazo) y del orden a lo estimado por la empresa auditora en los estados razonados al 30.06.2014, que corresponde a un 3,81%

Beta de la Deuda (β_b)

Utilizando CAPM, se calcula el beta de la deuda como:

$$k_b = r_f + PRM \cdot \beta_b$$

$$4,1\% = 2,24\% + 5,93 \cdot \beta_b$$

$$\beta_b = 0,316$$

Beta de la Acción ($\beta_p^{C/D}$)

El Beta de la acción al 30.06.2014 corresponde a:

$$\beta_p^{C/D} = 1,67$$

Beta Patrimonial Sin Deuda ($\beta_p^{S/D}$)

Considerando la Estructura de Capital a Junio de 2014 desapalancamos:

$$B / P^{C/D} = 118,2\%$$

$$\beta_p^{C/D} = \left(1 + (1 - t_c) \frac{B}{P^{C/D}}\right) \beta_p^{S/D} - (1 - t_c) \left(\frac{B}{P^{C/D}}\right) \beta_b$$

Reemplazando con los valores: $\beta_p^{C/D} = 1,67$; $t_c = 20\%$; $\beta_b = 0,316$

$$1,67 = (1 + (1 - 0,2) \cdot 1,182) \beta_p^{S/D} - (1 - 0,2) (1,182) \cdot 0,63, \text{ despejando } \beta_p^{S/D}$$

$$\beta_p^{S/D} = 1,012$$

Beta Patrimonial Con deuda ($\beta_p^{C/D}$)

Tomando la Estructura de Capital Objetivo de 4.3 utilizamos Rubinstein, con los valores B/P * y apalancamos:

$$B/P^* = 79,9\%$$

$$\beta_p^{C/D} = \left(1 + (1 - t_c) \frac{B}{P^{C/D}}\right) \beta_p^{S/D} - (1 - t_c) \left(\frac{B}{P^{C/D}}\right) \beta_b$$

$$\beta_p^{C/D} = (1 + (1-0,2) \cdot 0,799) \cdot 1,00 - (1-0,2) \cdot 0,799 \cdot 0,316$$

$$\beta_p^{C/D} = 1,457$$

Costo Patrimonial (k_p)

Utilizando CAPM y el beta patrimonial con deuda que incluye la estructura de capital objetivo de la empresa, se obtiene:

$$k_p = r_f + (E(R_m) - r_f) \cdot \beta_p^{C/D}$$

$$k_p = r_f + PRM \cdot \beta_p^{C/D}$$

$$K_p = 2,24\% + 5,93\% \cdot 1,457$$

$$K_p = 10,9\%$$

Costo de Capital (k_0)

Finalmente, utilizando el Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC), la estructura de Capital Objetivo obtenida en 4.3 y los valores K_p y K_b , obtenemos el Costo de Capital para LATAM:

$$WACC \rightarrow k_0 = k_p \frac{P}{P+B} + k_b (1-t_c) \frac{B}{P+B}$$

$$K_0 = 10,9\% \cdot (0,581) + 4,1\% \cdot (1-0,2) \cdot (0,419)$$

$$K_0 = 7,70\% ^6$$

⁶ Al 2013 el costo de oportunidad exigido por los inversionistas estuvo entre un 7,4% y 9,5% , según Mackinsey & Company para IATA.

CAPITULO VI: ANALISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA

6.1 ANÁLISIS DE CRECIMIENTO DE LATAM AIRLINES GROUP S.A.

Latam Airlines Group S.A participa del Negocio de Transporte Aéreo de Pasajeros y Carga, adicionalmente percibe ingresos por otros Servicios tales como Duty free, arriendo de aviones aduanas, almacenajes, tours y otros:

A continuación se presenta el crecimiento de los ingresos por el Negocio principal de LATAM, obtenido de los Estados de Resultados del 2010 al 2013 y parcial al 30.06.2014.

Tabla 18: Crecimiento de Ingresos Ordinarios 2010 al 2013

CRECIMIENTO INGRESOS ORDINARIOS										
En Miles de UF	2010		2011		2012		2013		30.06.2014	
Ingresos Ordinarios	95.844		130.644		203.717		290.411		138.941	
<i>Pasajeros (Pax)</i>	67.886	70,8%	93.769	71,8%	167.183	82,1%	248.550	85,6%	119.559	86,1%
<i>Carga</i>	27.958	29,2%	36.875	28,2%	36.533	17,9%	41.861	14,4%	19.381	13,9%
% Crecimiento Ingresos	12,6%		36,3%		55,9%		42,6%			
% Crecimiento Pax	7%		38%		78%		49%			
% Crecimiento Carga	29%		32%		-1%		15%			

Fuente: Elaboración Propia

6.1.1 Tasas de crecimiento reales de la industria, para los años 2010 a Junio de 2014.

Según IATA⁷, el crecimiento real de la industria corresponde a:

⁷ Asociación de Transporte Aéreo Internacional

Tabla 19: Crecimiento Real de la Industria 2010 al 2014

Crecimiento Real Promedio					
IATA	2010	2011	2012	2013	2014(*)
Pasajeros	8,2%	5,9%	5,3%	5,5%	5,9%
Carga	20,6%	-0,7%	-1,5%	0,4%	4,1%

(*) 1er Semestre

Fuente: IATA

6.1.2 Perspectivas de crecimiento de la industria para los años 2014 al 2018.**a) Perspectivas (IATA)**

En general concluye que el crecimiento, depende del aumento de los niveles de confianza de los consumidores. Se indica un repunte en el ciclo económico global (2,7% el crecimiento del PIB), que tiene un impacto directo en la rentabilidad de las aerolíneas.

- ✓ **Transporte de Pasajeros:** Se espera un crecimiento de pasajeros ligeramente más robusto de 5,8% para 2014 y para los próximos años entre un 5% a 6%.
- ✓ **Transporte de Carga:** Se tendrá una evolución positiva en los próximos cinco años, con una tasa de crecimiento anual de 4,1%, revirtiendo además, el escenario a la baja de los últimos años.

El Medio Oriente será la región con mayor crecimiento a una tasa anual de 4,7%. En segundo lugar, estarán los países africanos con un aumento promedio de 4,4% por año. Más atrás se encuentran Asia-Pacífico y América Latina, ambas regiones con una previsión de 3,8%. Europa y Norteamérica con un crecimiento de 3,0% y 2,8%, respectivamente.

Las rutas de mayor crecimiento para los próximos años serán Medio Oriente – Asia con un aumento anual de 6,2%, Norteamérica – Sudamérica con una tasa de 3,9% anual, y Europa – África del Sur con 3,8%.

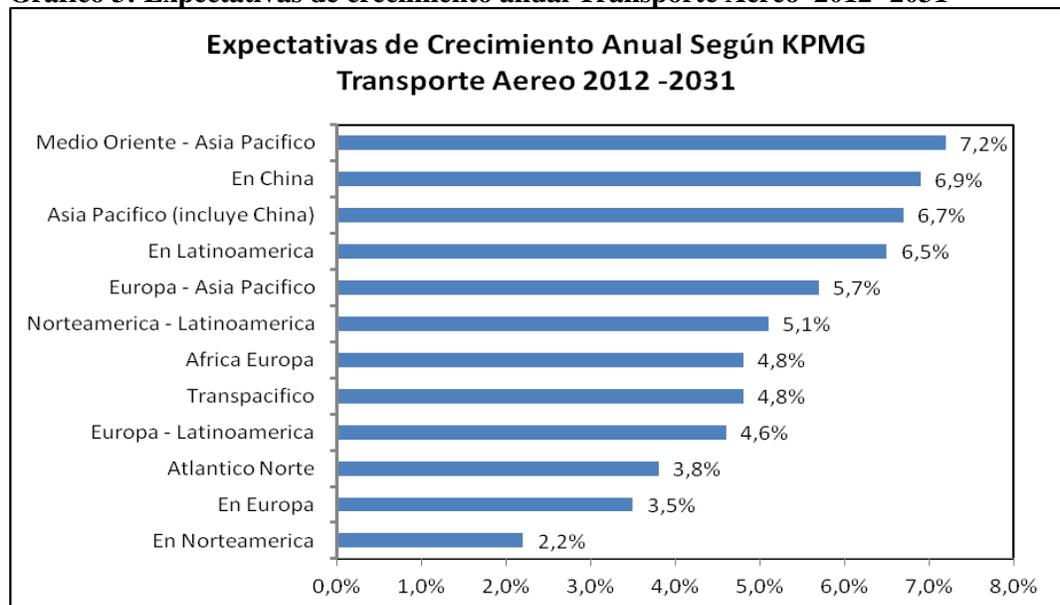
b) Perspectivas OACI⁸

Estima un crecimiento de pasajeros - kilómetros efectuados (PKP) 5,9% (2014) y 6,3% (2015).

c) Perspectivas KPMG⁹

Según KPMG¹⁰ se estima un crecimiento de la industria aérea mundial en cuanto a tráfico durante los próximos 20 años, con una tasa promedio anual del 5%, liderada por la región Asia - Pacífico, principalmente China, a una tasa de crecimiento de 7% anual, seguido por América Latina con un crecimiento no tan lejano, de un 6.5%.

Gráfico 3: Expectativas de crecimiento anual Transporte Aéreo 2012 -2031



d) Perspectiva alternativa

Según el estudio *Caso Lan Airlines, integrando tres Estrategias de Negocio*¹¹, en términos globales, en los últimos 20 años el crecimiento de los viajes aéreos ha tenido un

⁸ Organización de Aviación Civil Internacional

⁹ Consultora Internacional

¹⁰ Estudio publicado por Boeing Current Market 2012-2031

¹¹ Jerko Juretić, y Teodoro Wigodski Diciembre 2013

crecimiento medio de 1,8 veces el del PIB global. Pero en 2012 los viajes aéreos han aumentado 2,5 veces más rápido que el PIB global.

Tomando esta información más las Proyección del PIB Global realizadas por el Banco Mundial sólo para los años 2014 al 2016, obtenemos:

Tabla 20: Crecimiento esperado a partir de PIB 2013 al 2016

	2013	2014	2015	2016
PIB Global (*)	3,1%	3,4%	4,0%	4,2%
Crecimiento Tte Aereo	5,6%	6,1%	7,2%	7,6%

Fuente:(*) Banco Mundial

6.2 ANÁLISIS DE COSTOS DE OPERACIÓN

Los costos de operación de la Empresa, los podemos clasificar en costos operacionales, Depreciación y amortización y Gastos de Personal, según lo informado en los Estados de Resultados del 2010 al 2014

Tabla 21: Clasificación Costos de Operación

Costos y gastos de operación	Depreciación y amortización	Gastos de Personal
Otros arriendos y tasas aeronáuticas	Depreciación	Sueldos y salarios
Combustible	Amortización	Beneficios a corto plazo a los empleados
Comisiones		Beneficios por terminación
Otros costos de operaciones		Otros gastos de personal
Arriendo de aviones		
Mantenimiento		
Servicios a pasajeros		

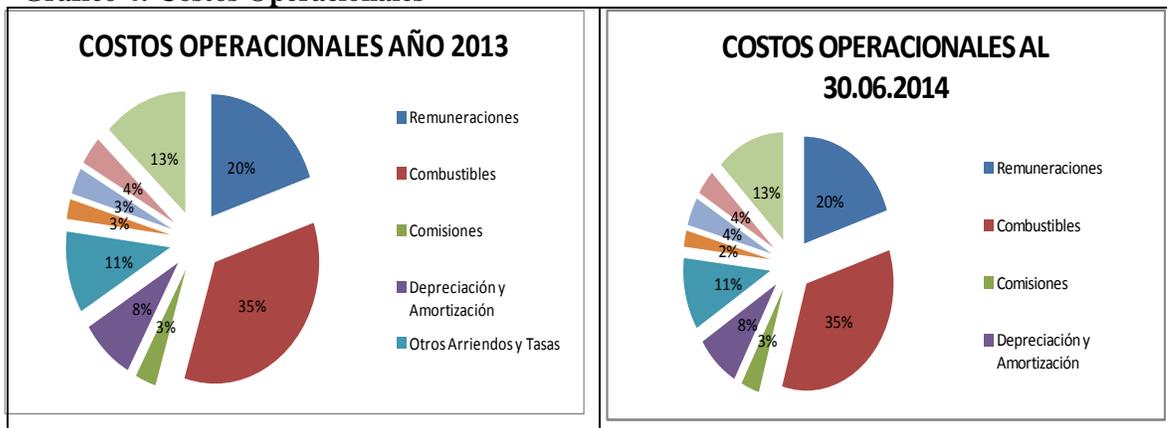
Tabla 22: Distribución Costos de Operación

Costos Operacionales (En Miles de UF)	2010		2011		2012		2013		Al 30.06.2014	
Remuneraciones	17.335	20%	23.692	20%	39.977	20%	56.012	20%	27.877	20%
Combustibles	25.365	30%	40.934	34%	71.967	36%	99.187	35%	48.297	35%
Comisiones	3.785	4%	4.894	4%	6.473	3%	9.183	3%	4.782	3%
Depreciación y Amortización	7.459	9%	9.465	8%	16.446	8%	23.407	8%	11.300	8%
Otros Arriendos y Tasas	12.993	15%	15.709	13%	22.056	11%	30.852	11%	15.200	11%
Servicios a Pasajeros	2.493	3%	3.182	3%	5.026	2%	7.447	3%	3.413	2%
Arriendo de Aviones	2.152	3%	4.074	3%	6.559	3%	9.911	3%	5.984	4%
Mantenimiento	2.634	3%	4.265	4%	6.236	3%	10.720	4%	5.295	4%
Otros Costos Operacionales	10.929	13%	14.909	12%	26.949	13%	36.899	13%	17.594	13%
TOTAL	85.146	100%	121.126	100%	201.690	100%	283.618	100%	139.742	100%

Fuente Elaboración Propia

Los principales costos corresponden a Combustible (35%), las Remuneraciones de Tripulación y Personal (20%) y Otros arriendos y tasas de aterrizaje (11%).

Gráfico 4: Costos Operacionales



La suma de los Costos Operacionales es equivalente a la suma del costo de ventas, costos de distribución, gastos de administración, otros gastos por función, presentados en el estado de resultados consolidado por función.

El porcentaje total de costos denominados en dólar estadounidense es de alrededor de un 67%, mientras que el porcentaje aproximado de costos en real brasileño es de un 24%.

Según el economista Alexander Galetovic¹² una buena parte de los Costos Operacionales directos e indirectos dependen del número de pasajeros transportados, los que se pueden evitar

¹² ¿Por qué se fusionan Lan y Tam?. Trabajo encargado por Lan S.A. - Abril 2011.

vuelo a vuelo. En efecto, si una aerolínea cancela vuelos vende menos pasajes, y paga menos comisiones a los agentes, usa menos combustible y los sistemas de reserva gastan menos en atender pasajeros. Incluso, la depreciación de los aviones, la fuente más notoria de costos hundidos. También las aerolíneas pueden usar aviones arrendados o arrendar los que no utilizan. Es decir, casi todos los costos de una aerolínea se evitan eliminando viajes, y son proporcionales al número de vuelos.

6.3 ANÁLISIS DE CUENTAS NO OPERACIONALES

a) Ingresos Financieros:

Los excedentes de efectivo que quedan después del financiamiento de los activos necesarios para la operación, están invertidos de acuerdo a límites crediticios aprobados por el Directorio de la Sociedad, principalmente, en depósitos a plazo con distintas instituciones financieras, fondos de inversión privados, fondos mutuos de corto plazo y bonos corporativos y soberanos de vidas remanentes cortas y fácilmente liquidables. Estas inversiones están contabilizadas como Efectivo y equivalentes al efectivo y Otros activos financieros corrientes.

Tabla 23: Ingresos Financieros 2010 al 2013 y parcial al 30.06.2014

INGRESOS FINANCIEROS					
En Miles UF	2010	2011	2012	2013	30.06.2014
Ingresos Financieros	326	338	1.624	1.636	1.037
% (Ingresos Financieros vs Ingresos Ordinarios)	0,3%	0,3%	0,8%	0,6%	0,7%

Fuente: Balances y EERR, elaboración Propia

b) Otros Ingresos:

Corresponde a los ingresos percibidos por LATAM que no forman parte del negocio principal de la empresa. El detalle corresponde a lo siguiente:

Tabla 24: Crecimiento de Otros Ingresos de 2010 al 2013

CRECIMIENTO DE OTROS INGRESOS LATAM					
Otros Ingresos (En Miles de UF)	2010	2011	2012	2013	30.06.2014
Duty free	262	395	366	331	164
Arriendo de aviones	287	297	605	823	407
Logística y courier	803	256	0	0	0
Aduanas y almacenaje	539	577	514	546	240
Tours	616	1.028	1.555	2.369	1.172
Mantenimiento				278	196
Multiplus				1.549	0
Otros ingresos varios	394	553	1.573	1.779	1.555
Total Otros Ingresos	2.900	3.106	4.613	7.675	3.735
Crecimiento	-2,6%	7,1%	48,5%	66,4%	
Ingresos Ordinarios	95.844	130.644	203.717	290.411	138.941
% (Otros Ingresos vs Ingresos Ordinarios)	3,0%	2,4%	2,3%	2,6%	2,7%
Total Ingresos (Ordinarios + Otros Ingresos)	98.743	133.750	208.330	298.086	142.675
% (Otros Ingresos vs Total Ingresos)	2,9%	2,3%	2,2%	2,6%	2,6%

Fuente: Elaboración Propia

c) Costos Financieros:

Corresponde al pago de intereses financieros por préstamos bancarios u otros instrumentos financieros requeridos para las operaciones e inversiones de la empresa.

Tabla 25: Costos Financieros 2010 al 2013 y parcial al 30.06.2014

COSTOS FINANCIEROS					
En Miles UF	2010	2011	2012	2013	30.06.2014
Intereses prestamos Bancarios	2.563	2.318	4.470	8.605	4.074
Arrendamientos Financieros	128	248	983	1.715	903
Otros instrumentos Financieros	698	687	720	72	625
Total	3.390	3.253	6.173	10.393	5.602
% (Costos financieros de ingresos)	3,5%	2,5%	3,0%	3,6%	4,0%

Fuente: Balances y EERR, elaboración Propia

6.4 ANÁLISIS DE ACTIVOS

a) **Activos Operacionales**

El activo operacional está constituido por todas aquellas partidas representativas de bienes y derechos que han sido adquiridos u obtenidos expresamente para ser utilizados en la explotación, y cuyo uso o consumo se espera se produzca durante el ejercicio.

- ✓ Disponible (Caja)
- ✓ Cuentas por cobrar
- ✓ Existencias / Inventarios
- ✓ Gastos e impuestos anticipados

b) **Activo Fijo**

Todo bien o derecho obtenido por una entidad con el propósito de utilizarlo en la explotación, y cuya duración trasciende un ejercicio contable, o representativo de una acumulación de servicios utilizables en varios períodos.

Las Propiedades Plantas y Equipos caen en esta categoría.

c) **Activos No Operacionales:**

c.1) Activo intangible: Todo derecho o beneficio económico adquirido en general de un tercero, y que puede ser utilizado en la explotación, durante varios períodos futuros. Los gastos diferidos o gastos anticipados en publicidad, seguros, y los gastos por concepto de capacitación, desarrollo de sistemas de información, organización o similares, destinados a producir beneficios futuros, no se consideran activo intangible.

c.2) Activos intangibles: (distintos de la plusvalía)

Marcas, Slots aeroportuarios y Loyalty program

Las marcas, Slots aeroportuarios y Programa de coalición y fidelización corresponden a activos intangibles de vida útil indefinida y son sometidos anualmente a pruebas de deterioro.

c.3) Programas Informáticos

Las licencias para programas informáticos adquiridas, se capitalizan sobre la base de los costos en que se ha incurrido para adquirirlas y prepararlas para usar el programa específico. Estos costos se amortizan durante sus vidas útiles estimadas.

c.4) Plusvalía

La Plusvalía representa el exceso del costo de adquisición sobre el valor justo de la participación de la Sociedad en los activos netos identificables de la filial o coligada adquirida en la fecha de adquisición

d) Activo financiero

En general, a todo valor de oferta pública o título transferible representativo de un crédito o de una inversión, y a un título o derecho representativo de inversiones en otras empresas.

- ✓ Depósitos a Plazo;
- ✓ Valores Negociables;
- ✓ Otros Activos Circulantes;
- ✓ Inversiones en Empresas Relacionadas;
- ✓ Inversiones en otras Sociedades.

CAPITULO VII: PROYECCIÓN DE ESTADO DE RESULTADOS

7.1 PROYECCIÓN DE INGRESOS OPERACIONALES

Las componentes de Ingresos Ordinarios más relevantes en la Empresa Latam Airlines Group S.A y en las demás empresas de Transporte Aéreo, corresponden a los ingresos por Transporte de Pasajeros y los ingresos por Transporte de Carga.

Antes de la Fusión LAN y TAM, existía un mayor peso para el Transporte de Carga. A partir de la fusión (Año 2012), la distribución más representativa de los Ingresos de **Latam Airlines Group S.A.**, corresponde a 85% Transporte de Pasajeros y 15% de Transporte de Carga¹³.

Suponer un crecimiento de 2 dígitos de para los ingresos ordinarios¹⁴, sería demasiado optimista, sobretudo en un contexto de bajo crecimiento sostenido a nivel mundial.

Para obtener el crecimiento de los Ingresos Ordinarios proyectados para LATAM, separamos sus ingresos por Zona Geográfica (Año 2013) y le aplicamos las perspectivas de crecimiento realizadas por KPMG en Pasajeros e IATA en carga, obtenemos:

Tabla 26: Ingresos por Zonas Geográficas, perspectivas de Crecimiento

AREA GEOGRAFICA	INGRESOS LATAM 2013	CRECIMIENTO PROYECTADO PAX		CRECIMIENTO PROYECTADO CARGA	
LATINOAMERICA	74%	6,5%	4,8%	3,8%	2,8%
USA	10%	5,1%	0,5%	3,0%	0,3%
EUROPA	7%	4,6%	0,3%	2,8%	0,2%
RESTO DEL MUNDO	9%	5,0%	0,5%	4,1%	0,4%
		Total	6,1%	Total	3,7%

Fuente KPMG

Fuente IATA

¹³ Fuente: Bloomberg . Además corresponde al promedio de los 3 últimos años.

¹⁴ Crecimiento promedio de la empresa hasta 2013. Fuente IATA.

7.1.1 Transporte de Pasajeros:

Obtenemos perspectivas de crecimiento ponderado de acuerdo a zona geográfica de un 6,1% que es mayor a las perspectivas de crecimiento de IATA, que indica que el crecimiento promedio del transporte de pasajeros se expande a un ritmo del 5-6%.

Como la tendencia histórica es de un 5,6%¹⁵, y queremos aplicar criterios más conservadores tomamos un valor intermedio para la proyección, correspondiente a **5,8%**.

7.1.2 Transporte de Carga:

Obtenemos perspectivas de crecimiento ponderado de acuerdo a zona geográfica de un 3,7% que es menor a las perspectivas de crecimiento de IATA, que indica que el crecimiento promedio de transporte de carga se expande a un ritmo de un 4,1% para los próximos 5 años. Como queremos aplicar criterios más conservadores tomamos el menor valor para la proyección, correspondiente a **3,7%**.

En consecuencia, el crecimiento ponderado de ambas áreas de negocio, se proyecta en un **5,5%**, para los próximos 5 años.

Con lo anterior, la proyección de los Ingresos corresponde a:

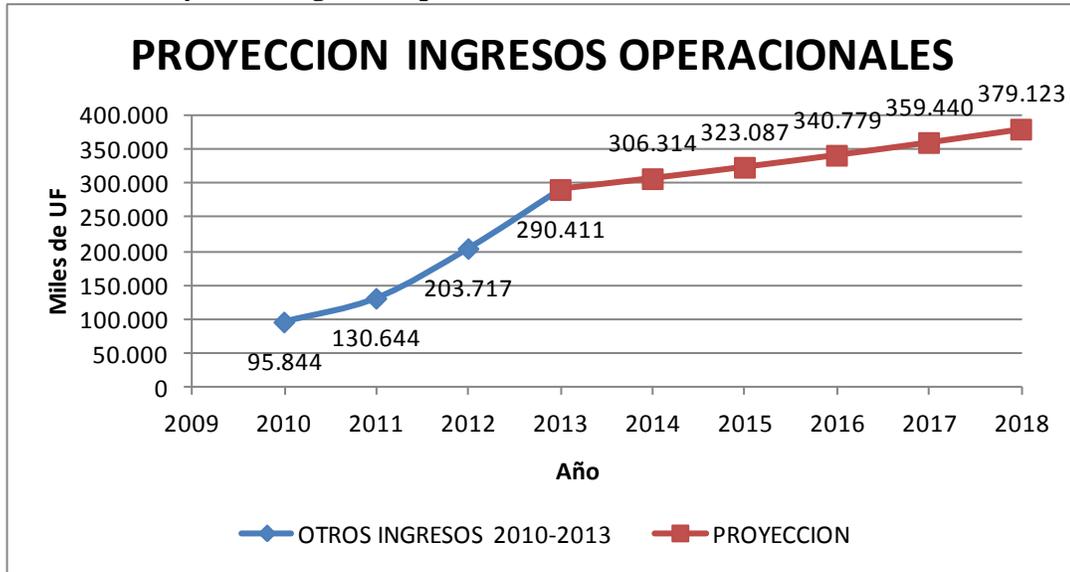
Tabla 27: Proyección de Ingresos Ordinarios y Otros Ingresos

INGRESOS OPERACIONALES									
	INGRESOS REALES				PROYECCION 2014 -2018				
En Miles UF	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ingresos Ordinarios	95.844	130.644	203.717	290.411	306.314	323.087	340.779	359.440	379.123
Pasajeros	67.886	93.769	167.183	248.550	259.042	273.227	288.189	303.970	320.615
Carga	27.958	36.875	36.533	41.861	47.272	49.860	52.590	55.470	58.508
Crecimiento	12,6%	36,3%	55,9%	42,6%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%

Fuente:Elaboración Propia

¹⁵ Crecimiento promedio de los últimos 10 años

Gráfico 5: Proyección Ingresos Operacionales



7.2 PROYECCIÓN DE COSTOS OPERACIONALES

Las componentes de costo más relevantes para la operación de la compañía, corresponden a los combustibles, mano de Obra, mantenimiento, arriendos y costos asociados a la propiedad de los equipos entre otros, que se encuentran insertos en Costo de Venta, Costos de Distribución, Gastos de Administración.

La estimación de todos los Costos y Gastos, se realizó como porcentaje de los Ingresos proyectados. Con algunas consideraciones como por ejemplo, la inercia de los últimos años post fusión en particular los ejercicios 2013 y parcial 2014.

- a) **Costo de Ventas:** Para proyectar el 2014 se tomo el promedio de los años 2013 y parcial 2014 (Inercia Operacional). Para Proyección de 2015 en adelante, se considero el promedio de todos los periodos, correspondiente a un 75,2%, en función de los resultados esperados producto eficiencias operacionales ahorros en combustibles y otros por reemplazo de flotas y sinergias administrativas producto de la fusión.

Tabla 28: Proyección de Costo de Ventas

	INGRESOS REALES					INGRESOS PROYECTADOS				
En Miles UF	2010	2011	2012	2013	30.06.2014	2014 e	2015	2016	2017	2018
Ingresos Ordinarios	95.844	130.644	203.717	290.411	138.941	305.711	321.818	338.773	356.621	375.410
	COSTOS DE VENTAS - REALES					COSTOS DE VENTAS PROYECTADOS				
Costo de Ventas	65.767	95.399	160.142	225.915	111.641	240.426	241.877	254.620	268.035	282.156
Relación (% de Ingresos)	68,6%	73,0%	78,6%	77,8%	80,4%	78,6%	75,2%	75,2%	75,2%	75,2%

- b) **Costos de Distribución:** Para proyectar el 2014 se tomo el promedio de los años 2013 y parcial 2014 (Inercia Operacional). Para proyección de 2015 en adelante, se considero el promedio de todos los periodos¹⁶.

Tabla 29: Proyección de Costos de Distribución

	INGRESOS REALES					INGRESOS PROYECTADOS				
En Miles UF	2010	2011	2012	2013	30.06.2014	2014	2015	2016	2017	2018
Ingresos Ordinarios	95.844	130.644	203.717	290.411	138.941	305.711	321.818	338.773	356.621	375.410
	COSTOS DE DISTRIBUCIÓN - REALES					COSTOS DE DISTRIBUCIÓN PROYECTADOS				
Costos de Distribución	8.372	11.223	16.839	23.052	11.734	24.784	26.998	28.421	29.918	31.494
Relación (% de Ingresos)	8,7%	8,6%	8,3%	7,9%	8,4%	8,1%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%

- c) **Gastos de Administración:** Para proyectar el 2014 se tomo el promedio de los años 2013 y parcial 2014 (Inercia Operacional). Para proyección de 2015 en adelante, se considero el promedio de todos los periodos¹⁷.

Tabla 30: Proyección Gastos de Administración

	INGRESOS REALES					INGRESOS PROYECTADOS				
En Miles UF	2010	2011	2012	2013	30.06.2014	2014	2015	2016	2017	2018
Ingresos Ordinarios	95.844	130.644	203.717	290.411	138.941	305.711	321.818	338.773	356.621	375.410
	GASTOS DE ADMINISTRACIÓN - REALES					GASTOS DE ADMINISTRACIÓN PROYECTADOS				
Gastos de Administración	7.244	9.490	18.219	25.528	12.024	26.734	26.377	27.766	29.229	30.769
Relación (% de Ingresos)	7,6%	7,3%	8,9%	8,8%	8,7%	8,7%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%

¹⁶ Promedio Ponderado: todos los años se multiplican por factor 1 y los valores de 30.06.2014 por 0,5

¹⁷ Promedio Ponderado: Todos los años se multiplican por factor 1 y los valores de 30.06.2014 por 0,5

d) **Otros Gastos:** Se mantiene el promedio de los últimos tres periodos (3,2%).

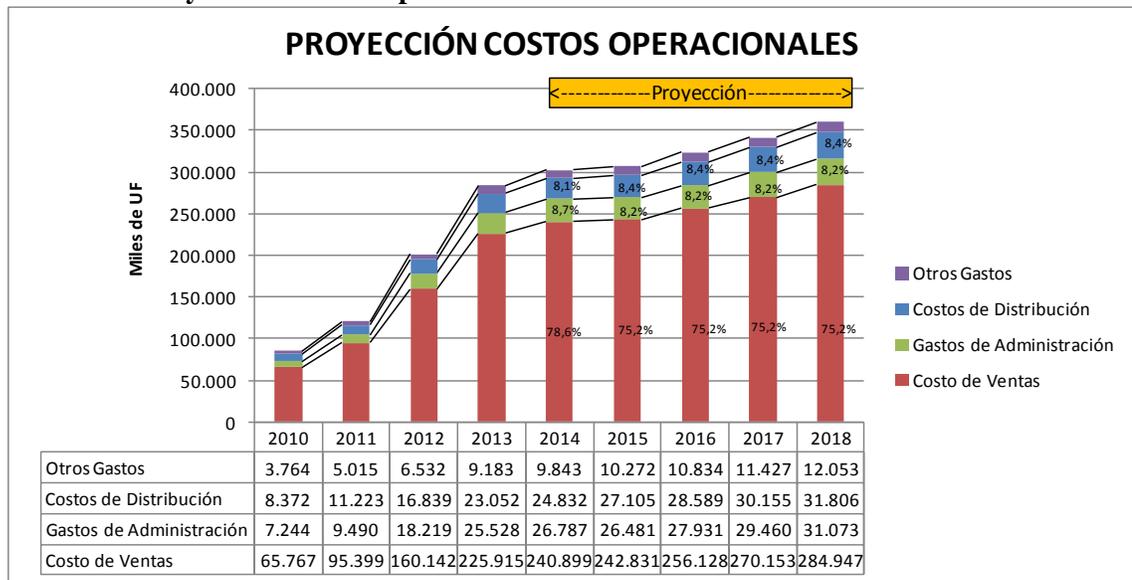
Tabla 31: Proyección Otros Gastos

	INGRESOS REALES					INGRESOS PROYECTADOS				
En Miles UF	2010	2011	2012	2013	30.06.2014	2014	2015	2016	2017	2018
Ingresos Ordinarios	95.844	130.644	203.717	290.411	138.941	305.711	321.818	338.773	356.621	375.410
	OTROS GASTOS REALES					OTROS GASTOS PROYECTADOS				
OTROS GASTOS	3.764	5.015	6.532	9.183	4.464	9.823	10.231	10.770	11.338	11.935
Relación (% de Ingresos)	3,9%	3,8%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%

e) **Otras Perdidas:** Para el 2014 se tomo el promedio de los años 2013 y 2014 (Inercia Operacional) y desde el 2015 en adelante se toma el promedio ponderado de todos los años considerados, con factor de 0,5 para el cierre parcial al 30.06.2014.

Obtenemos la proyección de Costos Operacionales, según el siguiente grafico:

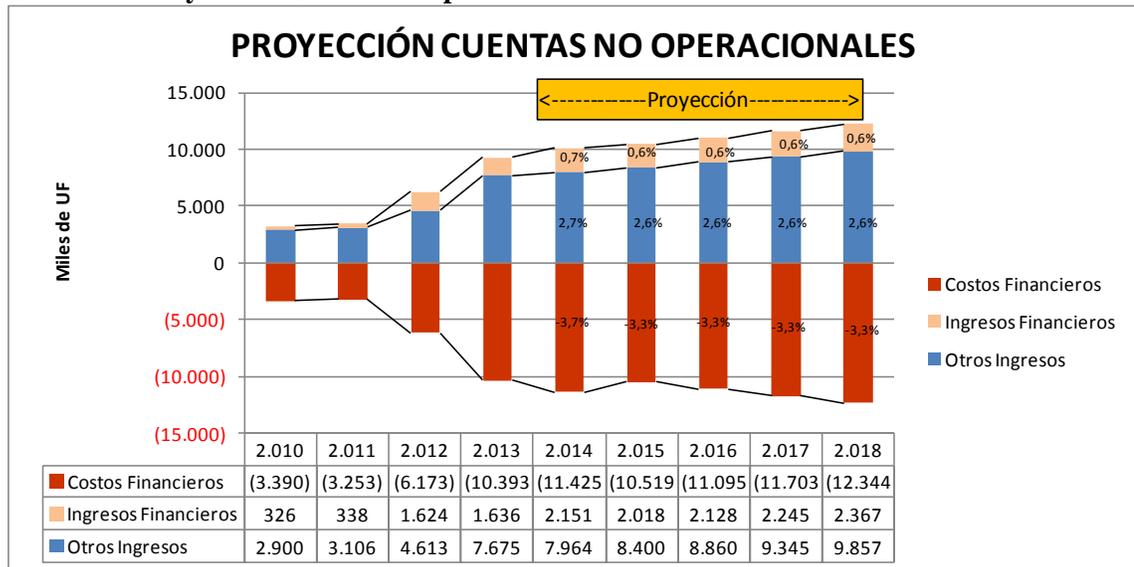
Gráfico 6: Proyección Costos Operacionales



7.3 PROYECCIÓN RESULTADO NO OPERACIONAL

- a) **Ingresos Financieros:** Para proyectar el 2014 se tomo el promedio de los años 2013 y parcial 2014 (Inercia Operacional). Para Proyección de 2015 en adelante, se considero el promedio de todos los periodos, correspondiente a un 0,6%
- b) **Costos Financieros:** Para proyectar el 2014 se tomo el promedio de los años 2013 y parcial 2014 (Inercia Operacional). Para Proyección de 2015 en adelante, se considero el promedio de todos los periodos, correspondiente a un 3,3%
- c) **Otros Ingresos:** Para proyectar el 2014 se tomo el promedio de los años 2013 y parcial 2014 (Inercia Operacional). Para Proyección de 2015 en adelante, se considero el promedio de todos los periodos, correspondiente a un 2,6%

Gráfico 7: Proyección Gastos No Operacionales



En relación a la partida **Diferencias de Cambio**, la moneda funcional de LATAM Airlines Group S.A. es el dólar estadounidense, además tiene filiales cuya moneda funcional es diferente al dólar estadounidense, como son el peso chileno, peso argentino, peso colombiano y real brasileño.

La moneda funcional se define, principalmente, como la moneda del entorno económico principal en el que opera una entidad y en cada entidad todas las otras monedas se definen como moneda extranjera.

Aproximadamente un 57% de los ingresos están denominados en dólar estadounidense mientras que aproximadamente un 30% en real brasileño. Con el objetivo de reducir el impacto en el resultado de la Compañía causado por apreciaciones o depreciaciones del R\$/ US\$, durante el año 2013, la Sociedad ejecutó transacciones que disminuyeron las obligaciones netas en dólar estadounidenses para TAM S.A... Estas operaciones incluyeron créditos entre empresas del grupo, reducción de deuda de corto plazo en dólares estadounidenses y reducción de deuda relacionada con la flota.

El objetivo de la Compañía es continuar con estas transacciones de manera de reducir al máximo durante el año 2014 la exposición de balance. Esta partida no se proyectara, asumiendo que la empresa realizará todas las coberturas necesarias para reducir este tipo de riesgo. Con lo anterior, la proyección de Estado de Resultados del 2014 a 2018, corresponde a:

Tabla 32: Proyección Estado de Resultados 2014 a 2018

En Miles UF	PROYECCION 2014-2018									
	2014		2015		2016		2017		2018	
Ingresos de actividades ordinarias	306.314		323.087		340.779		359.440		379.123	
Costo de ventas	(240.899)	-78,6%	(242.831)	-75,2%	(256.128)	-75,2%	(270.153)	-75,2%	(284.947)	-75,2%
Ganancia bruta / Margen Bruto	65.414	21%	80.257	25%	84.651	25%	89.287	24,8%	94.176	24,8%
Otros ingresos, por función	8.141	2,7%	8.367	2,6%	8.860	2,6%	9.345	2,6%	9.857	2,6%
Costos de distribución	(24.832)	-8,11%	(27.105)	-8,4%	(28.589)	-8,4%	(30.155)	-8,4%	(31.806)	-8,4%
Gastos de administración	(26.787)	-8,7%	(26.481)	-8,2%	(27.931)	-8,2%	(29.460)	-8,2%	(31.073)	-8,2%
Otros gastos, por función	(9.843)	-3,2%	(10.272)	-3,2%	(10.834)	-3,2%	(11.427)	-3,2%	(12.053)	-3,2%
Otras ganancias (pérdidas)	(2.376)	-0,8%	(1.457)	-0,5%	(1.537)	-0,5%	(1.621)	-0,5%	(1.710)	-0,5%
Ganancias/(pérdidas) de actividades operacionales	9.718	3,2%	23.309	7,2%	24.620	7,2%	25.969	7,2%	27.391	7,2%
Ingresos financieros	2.151	0,7%	2.018	0,6%	2.128	0,6%	2.245	0,6%	2.367	0,6%
Costos financieros	(11.425)	-3,7%	(10.519)	-3,3%	(11.095)	-3,3%	(11.703)	-3,3%	(12.344)	-3,3%
Ganancia/(Pérdida), antes de impuestos	444		14.808	4,6%	15.653	4,6%	16.510	4,6%	17.414	4,6%
Gasto por impuesto a las ganancias	(89)		(2.962)		(3.131)		(3.302)		(3.483)	
GANANCIA/(PÉRDIDA) DEL EJERCICIO	355	0,1%	11.846	3,7%	12.522	3,7%	13.208	3,7%	13.931	3,7%

CAPITULO VIII: PROYECCIÓN DE FLUJOS DE CAJA LIBRE

8.1 ESTIMACIÓN DE LA DEPRECIACIÓN Y AMORTIZACIÓN DE INTANGIBLES.

Los valores de Depreciación y Amortización representan un 8% de los Costos de Operacionales de los últimos periodos.

Los activos que se deprecian corresponden a Edificios, propiedades, plantas y equipos (aviones), instalaciones fijas y accesorios.

Los aviones tienen una vida útil contable de entre 5 a 20 años y se deprecian en forma lineal, con valor residual de 20% para la flota de corto alcance y de un 36% en la flota de largo alcance.

En relación a los Ingresos Operacionales, la Depreciación y Amortización representan un promedio de 7,6% de dichos ingresos.

A partir de resultado anterior, proyectamos la Depreciación y Amortización en función de los Ingresos Ordinarios de acuerdo a dicho porcentaje:

Tabla 33: Depreciación Real y Proyectada

En Miles de UF	DEPRECIACIÓN Y AMORTIZACIÓN REAL					DEPRECIACIÓN Y AMORTIZACIÓN PROYECTADA				
	2010	2011	2012	2013	30.06.2014	2014	2015	2016	2017	2018
Depreciación y Amortización										
Ingresos Operacionales	95.844	130.644	203.717	290.411	138.941	306.314	323.087	340.779	359.440	379.123
<i>Depreciación</i>	7.141	9.044	15.794	22.140	10.666	22.592	23.829	25.134	26.510	27.962
<i>Amortización</i>	204	230	653	1.268	634	724	764	806	850	896
	7.346	9.274	16.446	23.407	11.300	23.316	24.593	25.940	27.360	28.858
Relación (% de Ingresos)	7,7%	7,1%	8,1%	8,1%	8,1%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%
<i>% Depreciación</i>	7,5%	6,9%	7,8%	7,6%	7,7%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%
<i>% Amortización</i>	0,2%	0,2%	0,3%	0,4%	0,5%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Total	7,7%	7,1%	8,1%	8,1%	8,1%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%

8.2 ESTIMACIÓN DE LA INVERSIÓN DE REPOSICIÓN E INVERSIÓN EN ACTIVO FIJO.

El CAPEX de la empresa no es información oficial de los Balances y Estados de Resultados y no se puede estimar directamente.

No obstante, la empresa entrega a través de sus Memorias 2013 y reporte de sustentabilidad 2013, las inversiones comprometidas para el 2014 y el 2015, así como una estimación de inversión hasta el año 2020.

En el marco del proceso de integración, durante el segundo semestre de 2013 LATAM decidió implementar un amplio plan de reestructuración de la flota. El plan consiste en reducir el número de modelos operados, retirando gradualmente los modelos menos eficientes y asignando las aeronaves más adecuadas para cada uno de sus mercados. De esa forma, a partir del cuarto trimestre de 2013 y durante aproximadamente los próximos 30 meses, la Compañía retirará gradualmente todas sus aeronaves de los modelos A-330, A-340, B737, Q400 y Q200s. De esta forma, la flota de la compañía se orientará hacia los modelos más eficientes del mercado

Según lo indicado en las Memorias y reporte de sustentabilidad 2013, Latam Airlines Group, invertirá US\$ 12.213 millones en flota al año 2020 y tiene comprometidas inversiones por US\$ 1.168 millones el 2014 y US\$ 1.893 millones el año 2015.

Este plan contempla la adquisición de 165 aeronaves que permitirán ampliar la flota y también reemplazar a 114 aviones que dejarán de operar al año 2017. El objetivo de la empresa es llegar a **378 aviones al 2017**, lo cual supone **un crecimiento anual de la flota de aproximadamente un 5%**. El foco de LATAM Airlines Group en relación a su plan de flota de corto alcance está puesto en los equipos Airbus A320-neo y A321, los cuales presentan usos en menor costo por ASK¹⁸ –de 6%– en relación al A320.

¹⁸ Available Seat Kilometer.

Tabla 34: Flota LATAM

FLOTA LATAM				
Aviones	2011	2012	2013	30.06.2014
Propiedad	101	204	211	209
Arrendamiento operativo	49	123	128	118
Total	150	327	339	327

Fuente: Balances de la Empresa

A partir de la inversión de US\$ 12.213 Millones, estimaremos la Inversión de Reposición e inversión en activo fijo:

Tabla 35: Inversiones CAPEX (Mill US\$)

Inversiones CAPEX en Millones US\$	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Inversion Activo fijo	361	585	566	566	566	566	566
Inversion de Reposición	807	1.308	1.265	1.265	1.265	1.265	1.265
Total	1.168	1.893	1.830	1.830	1.830	1.830	1.830
TOTAL INVERSIÓN	12.213						

Fuente: Elaboración Propia

Tabla 36: Inversiones CAPEX (UF)

Inversiones (CAPEX) Miles de UF	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Inversión Activo Fijo	8.274	13.410	12.967	12.967	12.967	12.967	12.967
Inversion de Reposición	18.495	29.976	28.984	28.984	28.984	28.984	28.984
Total	26.770	43.386	41.951	41.951	41.951	41.951	41.951

Fuente: Elaboración Propia

Finalmente y para contrastar estos resultados lo comparamos con la metodología vista en Taller AFE para obtener la Inversión en Activo Fijo¹⁹. Además se considera la Inversión de Reposición equivalente a un 100% de la Depreciación.

Tabla 37: Inversiones CAPEX (UF)

CAPEX (Proyección de Ingresos)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Inversión Activo fijo Proyección	19.747	19.457	20.523	21.647	22.832	---	---
Reposición = 100% Depreciación	23.070	24.333	25.665	27.071	28.553	---	---
Total	42.816	43.790	46.188	48.717	51.385	---	---
Desviación (*) %	60%	1%	10%	16%	22%	---	---

(*) Con respecto al CAPEX informado por la empresa

Fuente: Elaboración Propia

¹⁹ Diferencia entre periodos de proyectar el Activo Fijo como porcentaje de los Ingresos.

Por tratarse de una proyección en base a mayores supuestos, se opta por utilizar la proyección de CAPEX, basado en la información entregada por la Empresa Latam Airlines Group S.A. en sus Memorias y Reporte de Sustentabilidad de 2013.

8.3 ESTIMACIÓN DE INVERSIÓN EN CAPITAL DE TRABAJO

Para una empresa en marcha se calculan los días de venta necesarios de capital de trabajo por variación en las ventas.

El capital de trabajo está referido específicamente al capital de trabajo operativo neto que corresponde por definición a la diferencia entre activos corrientes que no devengan intereses y pasivos corrientes que no devengan intereses.

CTON = Existencias + Cuentas por Cobrar + Valores Negociables – (Proveedores + Acreedores Varios + Cuentas por Pagar).

Tabla 38: Capital de Trabajo Operativo Neto

CAPITAL DE TRABAJO OPERATIVO NETO (CTON) En Miles de UF	2010	2011	2012	2013	30.06.2014
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, corrientes	10.508	12.428	29.887	36.695	33.632
Inventarios corrientes	1.161	1.702	3.799	5.191	5.820
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	(14.093)	(15.089)	(34.636)	(35.002)	(36.883)
TOTAL CTON	(2.424)	(958)	(950)	6.884	2.569

Podemos utilizar la siguiente simple expresión, para estimar las necesidades de capital de trabajo:

Tabla 39: RCTON 2010-2013 y Parcial 2014.

En Miles de UF	REAL					
	2010	2011	2012	2013	30.06.2014	Promedio
Ingresos	95.844	130.644	203.717	290.411	138.941	
CTON	(2.424)	(958)	(950)	6.884	2.569	
RCTON	-3%	-1%	0%	2%	2%	-0,1%
Días de Venta	-9	-3	-2	9	7	-0,3

Para los años de la proyección de flujos de caja se debe estimar sólo el incremento o recuperación de capital de trabajo de la siguiente forma:

$$\boxed{\text{Inversión en Capital de Trabajo} = RCTON \cdot (\text{Ventas}_{t+1} - \text{Ventas}_t)}$$

Considerando la aplicación de formulas anteriores a los Ingresos Proyectados tenemos una disminución de capital de trabajo.

Tabla 40: Inversión en Capital de Trabajo Proyectada

En Miles de UF	INVERSION EN CAPITAL DE TRABAJO PROYECTADA				
	2014	2015	2016	2017	2018
Ingresos	306.314	323.087	340.779	359.440	379.123
CTON	-295	-311	-328	-346	-365
Inversion Capital de trabajo	(7.179)	(16)	(17)	(18)	(19)

8.4 ESTIMACIÓN DE DÉFICIT O EXCESO DE CAPITAL DE TRABAJO.

Para las proyecciones de necesidades de capital de trabajo, se estima un exceso para el cierre del año 2014, pues las necesidades son menores al Capital de Trabajo existente al 30.06.2014.

Tabla 41: Exceso de Capital de Trabajo

En Miles de UF	30.06.2014	2014 e
Ingresos	138.941	306.314
CTON	2.569	-295
Días de Venta Promedio	-0,3	
Exceso CTON	2.864	

8.5 FLUJO DE CAJA LIBRE.

De lo expuesto anteriormente, se obtiene el Flujo de Caja libre con los siguientes ajustes a la Proyección de Estado de Resultados.

Tabla 42: Flujo de Caja Libre Proyectado

FLUJO DE CAJA LIBRE PROYECTADO							
En Miles de UF (EERR en IFRS)	Al 30.06.2014	2014	2015	2016	2017	2018	2019*
GANANCIA/(PÉRDIDA) DEL EJERCICIO		355	11.846	12.522	13.208	13.931	
Ajustes							
+ Depreciación de Activo Fijo	10.666	22.592	23.829	25.134	26.510	27.962	
+ Amortización de Activos Intangibles	634	724	764	806	850	896	
- Otros Ingresos por función (después de impuestos)	(2.988)	(6.513)	(6.694)	(7.088)	(7.476)	(7.886)	
+ Otros Gastos por función (después de impuestos)	3.572	7.874	8.217	8.667	9.142	9.643	
- Otras ganancias (pérdidas) (después de impuestos)	1.634	1.901	1.166	1.230	1.297	1.368	
- Ingresos financieros (después de impuestos)	(830)	(1.721)	(1.614)	(1.702)	(1.796)	(1.894)	
+ Costos Financieros (después de impuestos)	4.481	9.140	8.415	8.876	9.362	9.875	
= FLUJO DE CAJA BRUTO	15.017	34.353	45.930	48.445	51.098	53.896	53.896
- Inversión de Reposición	(13.385)	(26.770)	(29.976)	(28.984)	(28.984)	(28.984)	(28.984)
- Inversión en Activo Fijo	(4.137)	(8.274)	(13.410)	(12.967)	(12.967)	(12.967)	
- Aumentos (Disminuciones) de Capital de Trabajo	3.590	7.179	16	17	18		
= FLUJO DE CAJA LIBRE	1.085	6.488	2.560	6.511	9.165	11.945	24.911

El próximo paso será calcular el valor terminal correspondiente a la perpetuidad sin crecimiento. Este valor residual corresponde al valor de la empresa sin oportunidades de crecimiento a partir del año siguiente al término del horizonte de proyección (T+1), correspondiente al año 2019, que debemos traer al Año 2018.

$$V(RT) = \frac{FCL_{t+1}}{K_0} \quad (\text{Año 2018})$$

Con $K_0 = WACC = 7,70\%$ y $FCL_{t+1} = 24.911$ (En Miles de UF)

$$V(RT) = 24.911 / 7,7\%$$

$$V(RT) = 323.442 \quad (\text{En Miles de UF})$$

A continuación debemos obtener el valor del flujo de caja libre del segundo semestre de 2014. Al valor estimado al cierre del año 2014, le restaremos el valor correspondiente al 30.06.2014. Así, por diferencia obtendremos el flujo de caja libre del segundo semestre de 2014.

Tabla 43: Flujo de Caja Libre + Valor Terminal

FLUJO DE CAJA LIBRE + VALOR TERMINAL						
En miles de UF	Al 30.06.2014	2014	2015	2016	2017	2018
FLUJO DE CAJA LIBRE	1.085	6.488	2.560	6.511	9.165	11.945
VALOR TERMINAL						323.442
FLUJO DE CAJA LIBRE + VALOR TERMINAL		5.403	2.560	6.511	9.165	335.387

Fuente: Elaboración Propia

Luego debemos traer a valor presente todos los flujos, A diciembre del 2014, incluyendo el Flujo del valor terminal descontados a la tasa WACC.

Tabla 44: Flujo de Caja Descontado

	2014	2015	2016	2017	2018
FLUJO DE CAJA DESCONTADO	5.403	2.377	5.613	7.336	249.260

A tasa 7,6%

Fuente: Elaboración Propia

Finalmente para obtener el Valor de los Activos al 30.06.2014, sumamos los flujos y los descontamos medio año, a tasa K_0 , es decir, a tasa WACC, obteniendo:

$$\text{VALOR_ACTIVOS}_{t=30.06.2014} = \frac{\text{Flujos_Acumulados}_{t=31.12.2014}}{(1 + K_0)^{1/2}}$$

Valor de Activos - En Miles de UF	
Flujo Caja II Semestre 2014	5.403
Valor Presente Flujos 2015 al 2018	264.585
Flujos Totales Acumulados al 2014	269.988
Valor de Activos al 30.06.2014	260.156

CAPITULO IX: VALORACIÓN ECONÓMICA DE LA EMPRESA Y DE SU PRECIO DE ACCIÓN

9.1 IDENTIFICACIÓN DE ACTIVOS PRESCINDIBLES

Los Activos Prescindibles son aquellos que no están destinados al negocio principal, de acuerdo a la clasificación del Taller AFE, corresponden a:

Tabla 45: Identificación Activos Prescindibles

Activos no corrientes	Clasificación
Otros activos no financieros, no corrientes	Es Operacional en la medida que constituya capital de trabajo, sino es activo prescindible.
Derechos por cobrar, no corrientes	Es Operacional en la medida que constituya capital de trabajo, sino es activo prescindible.
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas, no corrientes	Es Operacional en la medida que constituya capital de trabajo, sino es activo prescindible.
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la	Si se proyecta como flujo recurrente en el flujo de caja libre es operacional, de lo contrario se
Activos intangibles distintos de la plusvalía	Es Operacional.
Plusvalía	Activo Prescindible.
Propiedades, Planta y Equipo	Es Operacional.
Propiedades de Inversión	Activo Prescindible.
Activos por impuestos diferidos	Es Operacional.

Fuente Taller AFE

Según esta definición los Activos Prescindibles al 30.06.2014 corresponden:

Tabla 46: Activos Prescindibles

Activos Prescindibles (En Miles de UF)	30.06.2014
Otros activos no financieros, no corrientes	8.100
Cuentas por cobrar, no corrientes	1.394
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	65
Plusvalía	90.683
TOTAL ACTIVOS PRESCINDIBLES	100.243

9.2 IDENTIFICACIÓN DE DEUDA FINANCIERA

La Deuda Financiera (en Miles de UF) para la empresa **Latam Airlines Group S.A.** para los años 2010 al 2013 y al 30.06 2014, corresponde a:

Tabla 47: Deuda Financiera

DEUDA FINANCIERA					
	2010	2011	2012	2013	30.06.2014
Deuda Financiera (En Miles de UF)	67.781	86.342	204.219	222.445	199.769

9.3 VALORACIÓN ECONÓMICA DEL PRECIO DE LA ACCIÓN

Finalmente la valoración económica del precio de la acción se obtiene descontado al valor de los activos, el valor de la deuda financiera y agregando la valorización de los activos prescindibles y el exceso de Capital de Trabajo, de acuerdo a lo siguiente:

Tabla 48: Valoración Económica Del Precio De La Acción

Descripción	Miles de UF
+ Valor de los activos	260.156
+ Exceso de CTON	2.864
+ Activos Prescindibles	100.243
- Deuda Financiera	(199.769)
= Patrimonio Económico	163.493
Numero Total de Acciones	545.547.819
Precio por acción en UF	0,3
Precio en Pesos por acción	\$ 7.200
Precio a Cierre Junio 2014	\$ 7.423
Diferencia	-3%

CONCLUSIONES

Los resultados obtenidos al realizar la Valorización por Flujo de Caja Descontado, nos entrega un precio por acción de \$7.200, cercano al precio real de \$7.423 correspondiente a la fecha de valoración al día 30 de Junio de 2014. Considerando que las perspectivas de crecimiento de la industria se sitúan en torno a un 5% y 6%, este último precio refleja en gran parte las bajas expectativas que tiene el mercado en relación al desempeño de la empresa a nivel administrativo y operacional.

En relación a la Metodología de valoración utilizada, esta requiere de supuestos consistentes y sólidos, los cuales deben ser conservadores y reflejar el análisis completo de la empresa y de la industria.

Para la construcción del Flujo de Caja Libre, sus componentes de Ingresos, Costos e Inversiones, deben reflejar con el mayor realismo y precisión, los escenarios esperados y factibles. En el caso de los Ingresos, considerar el comportamiento futuro de la Empresa y de la Industria, para los Costos, utilizar los mejores estimadores que corresponden al comportamiento histórico de la Compañía durante los últimos años y para las inversiones, a partir de los planes anunciados por la empresa, que se encuentren en ejecución o con alta probabilidad de realizarse. A su vez la tasa de descuento de capital (WACC) a utilizar, debe ser representativa de la Estructura de Capital objetiva de la empresa en el largo Plazo.

Que el precio de la acción aumente en el futuro, dependerá en gran parte de la capacidad de LATAM de revertir los magros resultados obtenidos los últimos periodos y que mediante una buena gestión administrativa y operacional pueda capturar todas las sinergias y eficiencias operacionales prometidas antes de la Fusión LAN – TAM²⁰, debiendo considerar también la forma de minimizar los riesgos a los cuales la empresa se encuentra expuesta, tales como; precio de combustibles, diferencias de cambio²¹, caídas en la demanda, crisis internacionales, etc, que han afectado sus resultados operacionales el año 2013²² y a la fecha de esta valoración. De no

²⁰ Del orden de US\$ 600 Millones en un horizonte de 4 años

²¹ Perdidas de US\$ 482 Millones el 2013 y ganancias por US\$ 66 Millones el 2012, por este concepto.

²² Resultado Operacional negativo de US\$ 264 Millones

mediar acciones concretas e inmediatas en la compañía, observaremos una caída persistente en el valor de la empresa y en el precio de sus acciones.

Para desilusión de muchos inversionistas, difícilmente el precio de LATAM alcanzará los niveles de \$15.000 por acción que se vieron el año 2010. Para que esto suceda LATAM debería contar, al menos con todo el Mercado Latinoamericano y mostrar los márgenes de eficiencia operacional con que contaba antes de la fusión, que a luz de los resultados financieros actuales y sus proyecciones futuras, resulta del todo improbable.

En conclusión, a la fecha de valorización del 30 de Junio de 2014, la Fusión LAN y TAM no ha aportado valor a la compañía, pues esta vale menos que al cierre del año 2012 y 2013, en circunstancias que las tasas de crecimiento del Transporte Aéreo han mostrado un crecimiento promedio superior al 5,5% los últimos tres años.

ANEXO 1: PERFIL EMPRESA BLOOMBERG



**ANEXO 2: ESTADO DE RESULTADO CONSOLIDADOS
LATAM AIRLINES GROUP S.A.**

ESTADO DE RESULTADOS CONSOLIDADOS LATAM AIRLINES GROUP										
En Miles UF	2010		2011		2012		2013		30.06.2014	
Ingresos Operacionales	98.743		133.750		208.330		298.086		142.675	
Pasajeros	67.886	69%	93.769	70%	167.183	80%	248.550	83%	119.559	84%
Carga	27.958	28%	36.875	28%	36.533	18%	41.861	14%	19.381	14%
Otros	2.900	3%	3.106	2%	4.613	2%	7.675	3%	3.735	3%
Costos Operacionales	(85.146)	-86%	(121.126)	-91%	(201.690)	-97%	(283.618)	-95%	(139.742)	-98%
Remuneraciones	(17.335)	20%	(23.692)	20%	(39.977)	20%	(56.012)	20%	(27.877)	20%
Combustibles	(25.365)	30%	(40.934)	34%	(71.967)	36%	(99.187)	35%	(48.297)	35%
Comisiones	(3.785)	4%	(4.894)	4%	(6.473)	3%	(9.183)	3%	(4.782)	3%
Depreciación y Amortización	(7.459)	9%	(9.465)	8%	(16.446)	8%	(23.407)	8%	(11.300)	8%
Otros Arriendos y Tasas	(12.993)	15%	(15.709)	13%	(22.056)	11%	(30.852)	11%	(15.200)	11%
Servicios a Pasajeros	(2.493)	3%	(3.182)	3%	(5.026)	2%	(7.447)	3%	(3.413)	2%
Arriendo de Aviones	(2.152)	3%	(4.074)	3%	(6.559)	3%	(9.911)	3%	(5.984)	4%
Mantenimiento	(2.634)	3%	(4.265)	4%	(6.236)	3%	(10.720)	4%	(5.295)	4%
Otros Costos Operacionales	(10.929)	13%	(14.909)	12%	(26.949)	13%	(36.899)	13%	(17.594)	13%
Resultado Operacional	13.598		12.624		6.640		14.468		2.933	
Margen Operacional	13,8%		9,4%		3,2%		4,9%		2,1%	
Ingresos Financieros	326	0%	338	0%	1.624	1%	1.636	1%	1.037	1%
Gastos financieros	(3.390)	-3%	(3.253)	-2%	(6.173)	-3%	(10.393)	-3%	(5.602)	-4%
Otros Ingresos / Costos	425	0%	(766)	-1%	562	0%	(12.091)	-4%	141	0%
Utilidad antes de Impuesto	10.959		8.943		2.653		(6.379)		(1.490)	
Impuestos	(1.771)		(1.445)		(2.142)		451		(662)	
Utilidad Neta	9.189		7.498		511		(5.928)		(2.152)	
Margen Neto	9,3%		5,6%		0,2%		-2,0%		-1,5%	
EBITDA	21.057		22.090		23.086		37.876		14.233	
EBITDA MARGEN	21,3%		16,5%		11,1%		12,7%		10,0%	

ANEXO 3: BALANCES 2010 AL 30.06.2014 – ACTIVOS

BALANCES LATAM AIRLINES GROUP S.A. 2010 AL 30.06.2014 -ACTIVOS					
En Miles de UF	2010	2011	2012	2013	30.06.2014
ACTIVOS CORRIENTES					
Efectivo	13.776	8.757	13.625	44.600	25.344
Otros Activos Financieros Corrientes	5.358	5.328	13.338	15.952	15.128
Otros activos no financieros, corrientes	411	765	3.558	7.541	6.775
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, corrientes	10.508	12.428	29.887	36.695	33.632
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	1	20	318	14	9
Inventarios corrientes	1.161	1.702	3.799	5.191	5.820
Activos por impuestos corrientes	2.132	2.311	4.621	1.840	2.323
Total de activos corrientes distintos de los activos	33	31.312	69.147	111.834	89.031
Activos no corrientes o grupos de activos para	120	109	999	55	58
TOTAL ACTIVOS CORRIENTES	33.467	31.421	70.145	111.889	89.089
ACTIVOS NO CORRIENTES (ACTIVOS FIJOS)					
Otros activos financieros, no corrientes	471	511	1.553	1.467	1.567
Otros activos no financieros, no corrientes	710	1.360	5.111	6.118	8.100
Cuentas por cobrar, no corrientes	172	175	1.061	2.264	1.394
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	13	23	79	148	65
Activos intangibles distintos de la plusvalía	999	1.519	38.735	47.036	50.970
Plusvalía	3.449	3.831	63.043	83.758	90.683
Propiedades, plantas y equipos	108.023	138.656	247.210	246.780	244.668
Activos por impuesto corrientes no corrientes			1.540	0	0
Activos por impuestos diferidos	831	1.407	3.031	9.054	10.515
TOTAL ACTIVOS NO CORRIENTES	114.668	147.482	361.362	396.627	407.963
TOTAL ACTIVOS	148.135	178.903	431.507	508.516	497.052

ANEXO 4: BALANCES 2010 AL 30.06.2014 - PASIVOS

BALANCES LATAM AIRLINES GROUP S.A. 2010 AL 30.06.2014 -PASIVOS					
En Miles de UF	2010	2011	2012	2013	30.06.2014
<u>PASIVOS CORRIENTES</u>					
Otros pasivos financieros, corrientes	11.845	13.619	42.899	45.834	34.891
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	14.093	15.089	34.636	35.002	36.883
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes	4	9	6	11	10
Otras provisiones, corrientes	16	172	455	626	670
Pasivos por impuestos, corrientes	344	687	2.420	260	301
Otros pasivos no financieros, corrientes	20.501	24.738	40.703	64.525	63.526
TOTAL PASIVOS CORRIENTES	46.803	54.314	121.119	146.258	136.279
<u>PASIVOS NO CORRIENTES</u>					
Otros pasivos financieros, no corrientes	55.936	72.723	161.320	176.612	164.878
Cuentas por pagar, no corrientes	9.293	8.302	15.322	20.737	18.671
Otras provisiones, no corrientes	701	524	11.238	25.217	26.587
Pasivo por impuestos diferidos	6.811	8.646	11.693	17.239	18.301
Provisiones por beneficios a los empleados, no corrientes	211	307	385	1.026	1.141
Otros pasivos no financieros no corrientes	0	0	2.123	1.743	1.776
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTES	72.951	90.501	202.082	242.574	231.354
TOTAL PASIVOS	119.755	144.815	323.201	388.832	367.633
<u>PATRIMONIO</u>					
Capital emitido	9.899	11.085	31.452	53.689	58.345
Ganancias acumuladas	20.721	26.122	23.178	17.870	15.930
Otras participaciones en el patrimonio	119	199			
Acciones propias en cartera			(4)	(4)	(4)
Otras reservas	(2.430)	(3.599)	53.120	46.160	53.234
Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora	28.309	33.806	107.746	117.715	127.505
Participaciones no controladoras	71	282	560	1.969	1.914
TOTAL PATRIMONIO	28.380	34.088	108.306	119.684	129.419
TOTAL PATRIMONIO Y PASIVOS	148.135	178.903	431.507	508.516	497.052

ANEXO 5: INDICADORES DEL TRANSPORTE AÉREO

Tipos de transporte del modo aéreo

La normativa actual distingue entre transporte de pasajeros acompañados de su equipaje, transporte de carga y transporte de correo, este último movido físicamente igual que el de carga pero regulado por acuerdos internacionales.

Los aviones destinados al transporte de pasajeros tienen bodegas destinadas a transportar el equipaje del pasajero.

En el caso de los aviones destinados puramente a la carga, el transporte de pasajeros está prohibido, pudiendo viajar solo en el avión la tripulación correspondiente.

Aviones convertibles, es decir, aquellos que se pueden usar tanto para la carga como para el transporte de pasajeros.

Variables para Conocer el Volumen de Transporte (Oferta y Demanda)

El volumen de transporte se mide habitualmente en unidades de objeto transportado (tanto pasajeros como toneladas de carga) o en el producto de lo transportado por la distancia recorrida.

Variables más importantes para medir el volumen:

-PKT: Pasajeros -Kilómetro Transportado.

-TKT: Toneladas- Kilómetro Transportado.

O también:

-RPK: Revenue Passenger Kilometer.

-RTK: Revenue Tonne Kilometer.

Desde el punto de vista de la oferta se emplean los siguientes indicadores:

-AKO: Asientos-Kilómetros Ofrecidos.

TKO: Toneladas-Kilómetros Ofrecidas.

O también:

-ASK: Available Seat Kilometer.

-ATK: Available Tonne Kilometer.

Otro indicador importante es la relación entre la demanda y la oferta, el llamado factor de ocupación o de llenado (LOAD FACTOR en inglés) que vendrá dado por las siguientes expresiones:

Factor de ocupación = $LM = \frac{PKT}{AKO} = \frac{\text{Pasajeros-Kilómetro Transportado}}{\text{Asientos-Kilómetros Ofrecidos}}$.

En términos de carga:

Factor de ocupación = $LM = \frac{TKT}{TKO} = \frac{\text{Toneladas-Kilómetro Transportado}}{\text{Toneladas-Kilómetros Ofrecidas}}$.

Variables para Conocer el Volumen de Transporte (A Nivel Monetario)

Son las variables más importantes para las compañías, ya que con ellas se comparan los ingresos.

-RASK = $\frac{\text{Ingresos}}{AKO} = \frac{\text{Ingresos}}{\text{Asiento-Kilómetro Ofrecido}}$.

-YIELD = $\frac{\text{Ingresos}}{PKT} = \frac{\text{Ingresos}}{\text{Pasajeros-Kilómetro Transportado}}$.

ANEXO 6: COSTO DE AVIONES – AÑO 2013

<p>Airbus A320</p>  <p>Pasajeros: 180 Autonomía: 6.150 Kilómetros Precio: 91.5 millones de dólares.</p>	<p>Boeing 737-800</p>  <p>Pasajeros: 189 Autonomía: 5.765 kilómetros Precio: 89.1 millones de dólares</p>
<p>Airbus A320 neo</p>  <p>Pasajeros: 180 Autonomía: 6.850 kilómetros Precio: 100.2 millones de dólares</p>	<p>Boeing 737 Max 8</p>  <p>Pasajeros: 162 Autonomía: 6.700 kilómetros Precio: 100.5 millones de dólares</p>
<p>Airbus A330-300</p>  <p>Pasajeros: 400 Autonomía: 11.100 kilómetros Precio: 239.4 millones de dólares</p>	<p>Boeing 777-200ER</p>  <p>Pasajeros: 440 Autonomía: 14.305 kilómetros Precio: 258.8 millones de dólares</p>

Airbus A350-800



Pasajeros: 270
Autonomía: 15.750 kilómetros
Precio: 254.3 millones de dólares

Boeing 787-8



Pasajeros: 250
Autonomía: 15.200 Kilometros
Precio: 206.8 millones de dólares

Airbus A350-900



Pasajeros: 314
Autonomía: 15.000 kilómetros
Precio: 287.7 millones de dólares

Boeing 787-9



Pasajeros: 290
Autonomía: 15.750 kilómetros
Precio: 243.6 millones de dólares

Airbus A380-800



Pasajeros: 853
Autonomía: 15.300 kilómetros
Precio: 403.9 millones de dólares
Fuente: Reportelobby.com

Boeing 747-8



Pasajeros: 467
Autonomía: 14.815 kilómetros
Precio: 351.4 millones de dólares

BIBLIOGRAFIA

- Libro “Finanzas Corporativas – Teoría y Práctica”. Autor Carlos Maquieira
- El Mercurio Inversiones Edición N°4, Octubre y noviembre de 2014
- Balances y Estados de Resultados Latam Airlines Group desde 2010 a 30 de Junio de 2014.
- Memoria 2013 - Latam Airlines Group S.A.
- Reporte de Sustentabilidad 2013 - Latam Airlines Group S.A.
- Superintendencia de Valores y Seguros : <http://www.svs.cl/>
- Caso Lan Airlines: Integrando tres estrategias de negocios- Jerko Juretić, y Teodoro Wigodski, Diciembre 2013
- Valoración Latam Airlines Group por Flujo de Caja. Alejandra Martinez lobos Junio 2013.
- Bloomberg
- Mundo Marítimo:”Latam Airlines invertirá US\$12.213 millones en flota al 2020”, accesible en <http://mundomaritimo.cl/noticias/latam-airlines-invertira-us12213-millones-en-flota-al-2020>