



VALORACIÓN DE EMPRESAS LATAM S.A.

**VALORACIÓN DE EMPRESA PARA OPTAR AL GRADO DE
MAGÍSTER EN FINANZAS**

**Alumno: Carolina Osses Bobadilla
Profesor Guía: José Olivares Rojas**

Santiago, Enero 2016

DEDICATORIA

A mis dos maravillosas hijas, Lesly y Maite. Ustedes me dan la fuerza para superarme día a día, como persona y como profesional.

A mi amado esposo Mauricio, por tu paciencia en este largo proceso. Por suplir con mucho amor aquellas horas en que no pude estar con nuestras niñas y tu apoyo incondicional siempre.

A mis padres, porque gracias a ustedes soy la persona que soy hoy. Porque supieron inculcar en mí sólidos valores, entre ellos el esfuerzo, responsabilidad y amor. Me siento orgullosa de ser su hija.

AGRADECIMIENTOS

A mi querida Universidad de Chile, casa de estudios de la cual me siento orgullosa de pertenecer. Aquí he vivido momentos únicos y he conocido personas maravillosas. Aquí he recibido una sólida formación profesional y me han entregado las herramientas para conseguir grandes logros.

A los docentes del Magíster en Finanzas, por los conocimientos compartidos. De manera especial al profesor Marcelo González Araya por sus consejos y su extensa colaboración en este trabajo.

A mi profesor guía, José Olivares, por sus recomendaciones y sugerencias en el desarrollo de esta tesis.

A mis compañeros, por el apoyo mutuo en este proceso.

TABLA DE CONTENIDOS

VALORACIÓN DE EMPRESA	1
LATAM AIRLINES GROUP S.A.....	1
DEDICATORIA	2
AGRADECIMIENTOS	3
TABLA DE CONTENIDOS	4
ÍNDICE DE ILUSTRACIONES Y CUADROS	6
RESUMEN EJECUTIVO	9
METODOLOGÍA	10
1. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA	14
1.1. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA	14
1.2. DESCRIPCIÓN DE LA INDUSTRIA	21
2. FINANCIAMIENTO VÍA BONOS DE LA EMPRESA	27
2.1. BONO LATAIR 7,25 09/06/2020	28
2.2. BONO LATAIR 4,2 15/11/2027	29
2.3. BONO LATAIR 4,5 15/11/2023	30
3. ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA	31
3.1. DEUDA FINANCIERA	31
3.2. PATRIMONIO ECONÓMICO	33
3.3. ESTRUCTURA DE CAPITAL OBJETIVO	34
4. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA	36
4.1. ESTIMACIÓN DEL BETA PATRIMONIAL DE LA EMPRESA	36
4.2. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA	40
5. ANÁLISIS Y PROYECCIÓN DE EE.RR. ¡ERROR! MARCADOR NO DEFINIDO.	
5.1. ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA.....	47
5.2. ANÁLISIS DE COSTOS DE OPERACIÓN.....	53
5.3. ANÁLISIS DE CUENTAS NO OPERACIONALES	56
5.4. ANÁLISIS DE ACTIVOS.....	59
6. PROYECCIÓN DE ESTADO DE RESULTADOS.....	61

6.1.	PROYECCIÓN DE INGRESOS DE OPERACIÓN	61
6.2.	PROYECCIÓN DE COSTOS DE OPERACIÓN	64
6.3.	PROYECCIÓN DE RESULTADO NO OPERACIONAL	66
6.4.	GANANCIA ANTES DE IMPUESTOS E IMPUESTOS	67
6.5.	GANANCIA / PERDIDA	68
6.6.	ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO	69
7.	VALORACIÓN DE LA EMPRESA POR FLUJO DE CAJA DESCONTADO	70
7.1.	AJUSTES AL ESTADO DE RESULTADOS	70
7.2.	FLUJO DE CAJA LIBRE Y VALOR DE LA EMPRESA	77
8.	CONCLUSIÓN.....	81
9.	BIBLIOGRAFIA	82
10.	ANEXO 1: DETALLE BONOS LATAM.....	83
10.1.	BONO LATAIR 7,25 09/06/2020	83
10.2.	BONO LATAIR 4,2 15/11/2027	85
10.3.	BONO LATAIR 4,5 15/11/2023	88
11.	ANEXO 2: ESTADO DE SITUACIÓN LATAM.....	91
12.	ANEXO 3: ESTADO DE RESULTADOS LATAM	93
13.	ANEXO 4: ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO LATAM	94
14.	ANEXO 5: IMPUESTO DE PRIMERA CATEGORIA	96

ÍNDICE DE ILUSTRACIONES Y CUADROS

Ilustración 1: Estructura de propiedad	20
Ilustración 2: Mapa de destinos LATAM	50
Ilustración 3: Descripción Bono LATAIR 7,25 09/06/2020.....	84
Ilustración 4: Cuadro de precios Bono LATAIR 7,25 09/06/2020	84
Ilustración 5: Descripción Bono LATAIR 4,2 15/11/2027.....	87
Ilustración 6: Cuadro de precios Bono LATAIR 4,2 15/11/2027	87
Ilustración 7: Descripción Bono LATAIR 4,5 15/11/2023.....	89
Ilustración 8: Cuadro de precios Bono LATAIR 4,5 15/11/2023	90
TABLA 1: PRINCIPALES ACCIONISTAS	19
TABLA 2: PARTICIPACIÓN DE MERCADO EN LA REGIÓN.....	21
TABLA 3: INGRESOS NETOS GOL - MILES USD	23
TABLA 4: EBITDA GOL - MILES USD	23
TABLA 5: INGRESOS POR LINEA DE NEGOCIO.....	26
TABLA 6: DEUDA FINANCIERA - MILES USD.....	32
TABLA 7: PATRIMONIO DE LA EMPRESA - MILES USD.....	33
TABLA 8: ESTRUCTURA DE CAPITAL CON PATRIMONIO ECONÓMICO	34
TABLA 9: ESTRUCTURA DE CAPITAL CON PATRIMONIO CONTABLE	34
TABLA 10: ESTRUCTURA DE CAPITAL OBJETIVO.....	35
TABLA 11: BETA DE LA ACCIÓN, USANDO IGPA Y MODELO DE RETORNOS DE MERCADO.....	37
TABLA 12: BETA DE LA ACCIÓN, USANDO IPSA Y MODELO DE RETORNOS DE MERCADO.....	37
TABLA 13: BETA DE LA ACCIÓN, USANDO IPSA Y MODELO DE CAPM	38
TABLA 14: BETA DE LA ACCIÓN, USANDO IPSA Y MODELO CAPM EN PERIODO DE FUSIÓN	38
TABLA 15: BETA A USAR EN VALORACIÓN.....	39

TABLA 16: ESTRUCTURA DE CAPITAL Y TASA DE IMPUESTO PROMEDIO DE LOS AÑOS QUE ABARCA EL CALCULO DEL BETA	42
TABLA 17: PARAMETOS PARA DESAPALANCAR BETA	43
TABLA 18: PARAMETOS PARA APALANCAR BETA.....	44
TABLA 19: PARAMETOS PARA DETERMINAR COSTO DE CAPITAL.....	46
TABLA 20: TASAS DE CRECIMIENTO REALES DE LAS VENTAS A NIVEL AGREGADO	47
TABLA 21: INGRESOS ACTIVIDADES ORDINARIAS POR LINEA DE NEGOCIO	48
TABLA 22: CRECIMIENTO DE LAS VENTAS POR LÍNEA DE NEGOCIO	48
TABLA 23: OTROS INGRESOS OPERACIONALES - MILES DE USD	49
TABLA 24: CRECIMIENTO OTROS INGRESOS OPERACIONALES	49
TABLA 25: TASAS DE CRECIMIENTO REALES DE LA INDUSTRIA.....	51
TABLA 26: PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO DE LA INDUSTRIA	52
TABLA 27: COSTOS DE OPERACIÓN - MILES USD	54
TABLA 28: PESO RELATIVO DE LOS COSTOS DE OPERACIÓN	54
TABLA 29: COSTOS DE OPERACIÓN COMO PORCENTAJE DE INGRESOS	55
TABLA 30: CUENTAS NO OPERACIONALES - MILES USD.....	56
TABLA 31: CLASIFICACIÓN DE ACTIVOS DE LA EMPRESA	59
TABLA 32: RESUMEN TASAS DE CRECIMIENTO	61
TABLA 33: SUPUESTOS PROYECCIÓN DE INGRESOS	62
TABLA 34: PROYECCIÓN INGRESOS DE OPERACIÓN - MILES USD.....	63
TABLA 35: PROYECCIÓN OTROS INGRESOS DE OPERACIÓN - MILES USD.....	63
TABLA 36: ESTADO DE RESULTADOS (EXTRACTO) COMO PORCENTAJE DE LOS INGRESOS	64
TABLA 37: PROYECCIÓN DE COSTOS OPERACIONALES - MILES USD	65
TABLA 38: CUENTAS NO OPERACIONALES - MILES DE USD.....	66
TABLA 39: DETERMINACIÓN DE IMPUESTOS - MILES USD	67
TABLA 40: DETERMINACIÓN DE GANANCIA/ PERDIDA - MILES USD.....	68
TABLA 41: EE.RR. MILES USD	69
TABLA 42: DEPRECIACIÓN Y AMORTIZACIÓN - MILES USD	70
TABLA 43: INVERSIÓN EN REPOSICIÓN, ALTERNATIVA 1 - MILES USD	71

TABLA 44: INVERSIÓN EN REPOSICIÓN, ALTERNATIVA 2 - MILES USD	71
TABLA 45: INVERSIÓN EN ACTIVO FIJO HISTÓRICA - MILES USD.....	72
TABLA 46: INVERSIÓN EN ACTIVO FIJO PROYECTADA	72
TABLA 47: CAPITAL DE TRABAJO OPERACIONAL NETA - MILES USD	73
TABLA 48: INVERSIÓN EN CAPITAL DE TRABAJO - MILES USD	73
TABLA 49: ACTIVOS QUE NO PERTENECEN A LA OPERACIÓN - MILES USD	75
TABLA 50: RESUMEN DEUDA FINANCIERA - MILES USD.....	76
TABLA 51: AJUSTES A EE.RR. - MILES USD	77
TABLA 52: VALOR DE LOS ACTIVOS AL 30/06/2015 – MILES USD.....	78
TABLA 53: RESUMEN DE PARÁMETROS USADOS EN LA VALORACIÓN.....	80
TABLA 54: VALOR DE LA EMPRESA AL 30/06/2015	80
TABLA 55: BONO LATAIR 7,25 09/06/2020	83
TABLA 56: BONO LATAIR 4,2 15/11/2027	85
TABLA 57: BONO LATAIR 4,5 15/11/2023	88
TABLA 58: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA - MILES DE DÓLARES	91
TABLA 59: ESTADO DE RESULTADOS - MILES DE DOLARES	93
TABLA 60: ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO - MILES DE DÓLARES	94
TABLA 61: TASAS DE IMPUESTO DE PRIMERA CATEGORIA	96

RESUMEN EJECUTIVO

El presente trabajo corresponde a la valoración de la empresa LATAM Airlines Group S.A., en adelante LATAM, por el método de flujos descontados.

Como parte de lo anterior, se realiza un análisis de la empresa e industria en que opera, a fin de conocer el contexto del negocio y antecedentes preliminares que ayuden a comprender las variables que intervienen en la valoración.

Se realiza una descripción de los bonos emitidos por la entidad y su deuda financiera, esto es la base para la determinación del costo de capital o tasa de descuento de los flujos proyectados. También se realiza un análisis de las tasas de crecimiento históricas a nivel de empresa e industria, análisis de costos, activos y una proyección de sus resultados.

Finalmente, a partir de los ajustes al Estado de Resultados proyectado se obtienen los flujos de caja libre, los que se descuentan a la tasa de costos de capital para obtener el valor de la empresa.

Los resultados obtenidos en este trabajo no son muy auspiciosos para LATAM. Esta es una empresa que se encuentra en una posición compleja desde el punto de vista del valor de la compañía, nivel de deuda y gestión de sus costos.

Le invito a conocer este detallado estudio de la empresa LATAM Airlines Group S.A. y las interesantes conclusiones obtenidas de la aerolínea líder del mercado Latinoamericano.

METODOLOGÍA

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor para la compañía, pero al ser distintas las metodologías que ofrece la literatura, existen diversos grupos de métodos de valoración, los métodos basados en el balance de la empresa, métodos basados en cuentas de resultado, métodos mixtos, y métodos basados en el descuento de flujo de fondos¹. Los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en determinado momento, y del método utilizado.

Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad. Y veremos más adelante que sus resultados difieren, dado que cada analista o equipo de *research* utilizan distintos supuestos.

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de descuento de dividendos, opciones reales, flujos de caja descontados, y múltiplos o comparables².

El método utilizado en este trabajo es el método múltiplos de flujos de caja descontados, uno de los más utilizados, ya que considera a la empresa como un ente generador flujos, y por ello como un activo financiero.

¹ Fernández, Pablo. “Valoración de Empresas”, Tercera edición (2005), Gestión 2000. 28p.

² Maquieira, Carlos. Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica. Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010. Capítulo 8, pp.249-277.

MÉTODO DE FLUJOS DE CAJA DESCONTADOS

El caso del método de Flujo de Caja Descontado, en adelante FCD, está dentro de las metodologías más científicas y teóricamente precisas para realizar una valoración, porque está relacionada con la utilidad y el crecimiento del negocio que está siendo evaluado.

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, ésta corresponde al punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por Opciones, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de porqué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el Flujo de Caja Descontado. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías³.

En un FCD, los flujos de caja libre son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado (período explícito de proyección) y luego descontados para reflejar su valor presente. Además de estos flujos de caja, éste valor debe ser determinado para flujos de caja generados más allá del horizonte de proyección, comúnmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad” (período implícito de proyección). Entonces, un FCD será altamente sensible a la tasa de descuento.

A pesar de la rigurosidad de los fundamentos teóricos, los parámetros de valoración incluidos a través de una metodología de FCD son principalmente proyecciones de largo plazo, las cuales intentan modelar los números de una compañía, los factores específicos de una industria y las tendencias macroeconómicas que ejerzan ciertos grados de variabilidad en los resultados de una compañía.

³ Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002), 382p.

El componente del valor terminal en un FCD generalmente 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. En consecuencia, las proyecciones de largo plazo y la elección del valor de un múltiplo final de salida y/o la tasa de crecimiento perpetuo, ocupan un rol fundamental en determinar el valor de la compañía bajo análisis.

En la valoración basada en descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el descuento mínimo exigido lo marcan los interesados, ya sea compradores o vendedores no dispuestos a invertir o vender por menos de una determinada rentabilidad, etc.

En general, cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de una valoración por el método de FCD, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula frecuentemente como un promedio ponderado entre el costo de la deuda (k_b) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia costo patrimonial (k_p). Así, al calcular el costo de capital de esta manera, se le da el nombre de “WACC” (costo de capital promedio ponderado en sus siglas en inglés). El WACC es la tasa a la que se deben descontar los Flujos de Caja Libre Totales para obtener 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 valorar la empresa (en su parte operativa) de la forma descrita, se requiere que la empresa tenga una estructura de capital objetivo de largo plazo, si no se cumple esta condición no podría valorarse así (se debería hacer por valor presente ajustado).

Al aplicar FCD para valorar la empresa (en su parte operativa), la determinación del valor completo de la empresa, implicaría adicionar los activos prescindibles (activos que no son necesarios para la operación de la empresa) y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo que

la empresa pudiera tener al momento de la valoración. Por último, la valoración del patrimonio, simplemente se hace restando al valor completo de la empresa, el valor presente de la deuda financiera al momento de la valoración.

En el caso que la empresa no tenga deuda, es decir, sea financiada 100% con patrimonio, la valoración de la empresa en su parte operativa, se realiza descontando los flujos de caja totales (los mismos anteriormente descritos), a una tasa de costo de capital sin deuda, también referida como tasa de rentabilidad a exigir al negocio (dado su nivel de riesgo). Para obtener el valor completo de la empresa, se hacen los ajustes ya mencionados, de adicionar el valor de los activos prescindibles y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo, al momento de la valoración. Por supuesto, este valor completo de la empresa coincidiría con el valor del patrimonio.

1. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA

A continuación se presenta una breve descripción de la empresa en análisis, considerando sus operaciones, rubro y empresas comparables.

1.1. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA

ANTECEDENTES PRELIMINARES

LATAM Airlines Group es una compañía que nace de la fusión de la aerolínea chilena LAN y la brasileña TAM, el año 2012.

Razón Social : LATAM AIRLINES GROUP S.A.

Rut : 89.862.200 – 2

Nemotécnico : LAN (Bolsa de Santiago), LFL (NYSE) y LATM33 (BM&FBovespa)

Industria : Transporte de pasajeros por vía aérea y Transporte de carga por vía aérea, de acuerdo a la clasificación industrial internacional

REGULACIÓN

Entre las entidades que regulan LATAM Airlines Group tenemos:

- Superintendencia de Valores y Seguros (SVS): Ley N° 18.045 sobre Mercado de Valores, Ley N° 18.046 sobre Sociedades Anónimas y su Reglamento y normativa en general de esta institución.
- *Securities and Exchange Commission* (“SEC”): leyes y regulaciones de los Estados Unidos de América y la SEC de dicho país, en lo que corresponde a la emisión de ADRs, y
- *Comissão Valores Mobiliários* (“CVM”): leyes y regulaciones de la República Federativa de Brasil y de la CVM de este país, en lo que corresponde a la emisión de BDRs.

- Reglamentación aeronáutica Chilena: Dirección General de Aeronáutica Civil (“DGAC”) y Junta de Aeronáutica Civil (“JAC”) supervisan y regulan la industria de aviación chilena. La primera vela por el cumplimiento de las leyes y normativas chilenas que rigen la navegación aérea, mientras que la JAC es la autoridad chilena en asuntos de aviación civil.

TIPO DE OPERACIÓN

El principal negocio de LATAM es el transporte aéreo de pasajeros y de carga.

La empresa cuenta con más de 53.000 colaboradores y una flota de 327 aviones. Ofrece transporte de pasajeros hacia 140 destinos en 24 países y servicios de carga hacia 144 destinos en 26 países. Realiza cerca de 1.500 vuelos diarios y transporta a 67 millones de pasajeros anualmente.

El año 2014 alcanzó una participación de mercado⁴, en rutas regionales, de 44% medida en capacidad (ASK), siendo líder de Sudamérica.

Opera en mercados domésticos de Chile, Perú, Argentina, Colombia, Ecuador, Paraguay y Brasil, también en una serie de rutas regionales e internacionales en América, Europa y Oceanía.

Las acciones de LATAM se transan en la Bolsa de Santiago, Nueva York (ADRs) y Sao Paulo (BDRs).

Dado el negocio en que opera, LATAM se encuentra expuesta a tres principales riesgos de mercado: precio del combustible, tipo de cambio y tasa de interés. Para mitigar estos riesgos LATAM opera con instrumentos derivados para fijar o limitar las alzas de los activos subyacentes.

⁴ Memoria 2014 LATAM Airlines Group S.A.

FILIALES

A continuación se presenta información de filiales de LATAM Airlines Group S.A. de acuerdo a informe Filiales y Coligadas LAN 2014.

Lantours División Servicios Terrestres S.A. y Filial

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.

Inmobiliaria Aeronáutica S.A.

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.

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. En general podrá adquirir y enajenar todo tipo de bienes y explotarlos, sea por cuenta propia o ajena, así como realizar todo tipo de actos y celebrar toda clase de contratos que sean conducentes a sus finalidades. Ejercer el desarrollo y explotación de toda otra actividad derivada del objeto social y/o vinculadas, conexas, coadyuvantes o complementarias del mismo.

Extranjera - LAN Perú S.A.

Prestación de servicios de transporte aéreo de pasajeros, carga y correo, a nivel nacional e internacional, de conformidad con la legislación de aeronáutica civil.

Extranjera LAN Chile Investments Limited y Filial

Su objeto social es el de realizar inversiones en toda clase de bienes, sean estos muebles o inmuebles, corporales o incorporeales.

LAN Cargo S.A.

Realizar y desarrollar, sea por cuenta propia o ajena, lo siguiente: 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; la prestación de toda clase de servicios y asesorías relacionados con el Transporte en general y, en particular, con el transporte aéreo en cualquiera de sus formas, sea de apoyo terrestre, de mantenimiento, de asesoría técnica o de otra especie, dentro y fuera del país, y toda clase de actividades y servicios relacionados con el turismo, hotelería y demás actividades y bienes antes referidos, dentro y fuera del país. En el cumplimiento de los objetivos anteriores, la Compañía podrá realizar inversiones o participar como socia en otras sociedades, sea adquiriendo acciones o derechos o intereses en cualquier otro tipo de asociación, así fuere en las ya existentes o que se formen en el futuro y, en general, ejecutar todos los actos y celebrar todos los contratos necesarios y pertinentes a los fines indicados. LAN Cargo S.A. cuenta con las siguientes filiales:

- Extranjera Connecta Corporation
- Extranjera Prime Airport Services Inc. y Filial
- Transporte Aéreo S.A.
- Fast Air Almacenes de Carga S.A.
- Ladeco Cargo S.A.
- Extranjera Laser Cargo S.R.L.
- Extranjera LAN Cargo Overseas Limited y Filiales
- LAN Cargo Inversiones S.A. y Filial
- Extranjera Aircraft Internacional Leasing Limited

Inversiones LAN S.A. y Filiales

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.

Technical Training LATAM S.A.

Su objeto social es proveer servicios de entrenamiento técnico y otro tipo de servicios relacionados con el anterior.

Extranjera TAM S.A. y Filiales

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.

12 MAYORES ACCIONISTAS

LATAM tiene dos principales accionistas, el Grupo Cueto con un 25,5% de participación y el Grupo Amaro con un 12,0% de participación a diciembre 2014, ambos representados por distintas empresas. No obstante lo anterior, a continuación se presenta información asociada a los 12 mayores accionistas de LAN, incluyendo número acciones suscritas, número de acciones pagadas y participación en la propiedad.

TABLA 1: PRINCIPALES ACCIONISTAS			
NOMBRE	N° ACCIONES SUSCRITAS	N° ACCIONES PAGADAS	% DE PROPIEDAD
Costa verde aeronáutica S.A. (G. Cueto)	84.104.944	84.104.944	15,42%
Tep chile S.A. (G. Amaro)	65.554.075	65.554.075	12,02%
J P Morgan Chase Bank	24.421.217	24.421.217	4,48%
Inversiones Nueva Costa Verde Aeronáutica Ltda. (G. Cueto)	22.928.277	22.928.277	4,20%
Banco de chile por cuenta de terceros no residentes	22.086.982	22.086.982	4,05%
Costa verde aeronáutica SPA (G. Cueto)	20.000.000	20.000.000	3,67%
Banco Itaú por cuenta de inversionistas	18.933.488	18.933.488	3,47%
Axxion S.A.	18.473.333	18.473.333	3,39%
Inversiones Andes SPA	17.146.529	17.146.529	3,14%
Inversiones HS SPA	14.894.024	14.894.024	2,73%
Larrain vial S.A. corredora de bolsa	13.184.256	13.184.256	2,42%
Banchile C de B S.A.	12.192.982	12.192.982	2,23%

Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros – Junio 2015

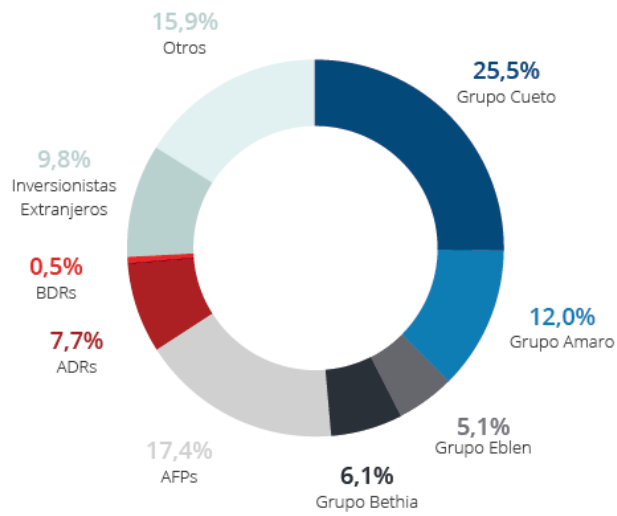


Ilustración 1: Estructura de propiedad
Fuente: Memoria anual 2014

1.2. DESCRIPCIÓN DE LA INDUSTRIA

En Chile, LATAM mantiene su liderazgo con un 77,9% de participación, según la Junta Aeronáutica Civil. Su principal competidor es SKY con un 20,2% del mercado. Por esta razón, se plantea que no existen empresas comparables en el mercado nacional.

TABLA 2: PARTICIPACIÓN DE MERCADO EN LA REGIÓN				
PAÍS	LATAM	% MERCADO	COMPETENCIA	% MERCADO
Argentina	LAN argentina	27,00%	-	-
Brasil	TAM	38,10%	GOL	36,10%
Chile	LAN Chile	77,90%	SKY	20,20%
Colombia	LAN Colombia	19,19%	AVIANCA	60,10%
Ecuador	LAN	36,50%	TAME	34,00%
Perú	LAN Perú	63,20%	AVIANCA	13,00%

Fuente: Elaboración propia en base a Memoria 2014 LATAM

Buscando en Latinoamérica tenemos dos empresas comparables, las que se describen a continuación: Gol y Avianca.

GOL

Nombre : Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A.

Nemotécnico : GOL (NYSE); GOLL4 (Sao Paulo); GOLN (México)

Clase de acción

Acciones ordinarias y Acciones preferentes

Derechos de cada clase

De acuerdo a información entregada por GOL en enero 2015 la composición es la siguiente:

- Número de acciones totales: 276.800.000 (100%)
- Acciones ordinarias: 143.900.000 (51,99%)
- Acciones preferentes: 132.900.000 (48,01%)

Según información de esta misma fecha, la compañía pretende aumentar su capitalización emitiendo nuevas acciones preferentes, sin embargo, esta se encuentra cerca del límite legal de número de acciones preferentes, fijado en el 50% del número total de acciones. Para lograrlo es necesario que el accionista controlador, el Fondo de Inversión *Holdings Volluto*, la familia Constantino, inscribiera en el mismo número de acciones ordinarias.

Con fecha 21 de julio se informa a accionistas aumento de capital social, lo cual se encuentra fuera del alcance de este informe.

Mercado donde transa sus acciones

New York Stock Exchange (NYSE), Bolsa de Valores de Sao Paulo (BM&FBOVESPA) y Bolsa Mexicana de Valores (BMV)

Descripción de la empresa (*profile*)

Gol es una aerolínea de bajo costo de origen Brasileño con 14 años de trayectoria y una participación de mercado⁵ de 36,1% en su mercado local (Brasil) y un 12,47% a nivel internacional.

La empresa tiene presencia en 13 países, cuenta con 16.119 colaboradores y 140 aeronaves. Ofrece una extensa red de rutas en América del Sur y el Caribe con casi 900 vuelos diarios para 62 destinos entre nacionales e internacionales.

Gol tiene foco constante en la reducción de costos, la estrategia de la compañía se basa en el crecimiento rentable, por medio de una estructura de bajo costo y alta calidad en la atención al cliente.

Industria

Transporte de pasajeros por vía aérea y Transporte de carga por vía aérea, de acuerdo a la clasificación industrial internacional

⁵ Asociación Brasileña de Empresas Aéreas (ABEAR) - 2013

Negocios en que se encuentra

GOL Linhas Aéreas Inteligentes S.A. participa de dos líneas de negocios: Transporte aéreo de pasajeros y Transporte aéreo de carga y otros.

De acuerdo a la información financiera de la compañía a junio 2015, la proporción de ingresos netos por línea de negocio es la siguiente:

TABLA 3: INGRESOS NETOS GOL - MILES USD				
ÍTEM / PERIODO	30-06-2015		30-06-2014	
Pasajeros	1.305.383	87,88%	1.995.795	90,58%
Carga	180.088	12,12%	207.454	9,42%
TOTAL	1.485.471	100,00%	2.203.249	100,00%

Fuente: Estados Financieros GOL – Junio 2015

Dado que ambas líneas de negocio comparten costos y gastos, los Estados Financieros no presentan EBITDA por separado. Por ello a continuación presentamos la información de la compañía como un todo:

TABLA 4: EBITDA GOL - MILES USD		
ÍTEM / PERIODO	30-06-2015	30-06-2014
GOL	-226.488	-148.448

Fuente: Estados Financieros GOL – Junio 2015

AVIANCA

Nombre : Avianca Holdings S.A.

Nemotécnico : PFAVH (BVC); AVH (NYSE)

Clase de acción

Acciones ordinarias, preferentes (BVC) y ADRs (NYSE)

Derechos de cada clase

El total de acciones al 30 de junio de 2015 es de 1.001.307.920, de las cuales 660.800.003 (66%) corresponden a acciones ordinarias y 340.507.917 (34%) a acciones preferenciales (incluye ADR, 49,32% de acciones preferentes al cierre de 2014).

Mercado donde transa sus acciones

Bolsa de Valores de Colombia (BVC) y New York Stock Exchange (NYSE)

Descripción de la empresa (*profile*)

Avianca Holdings S.A. es una compañía constituida en Panamá. Nace el año 2010 de la fusión de las aerolíneas Avianca (Colombiana) y Taca (Salvadoreña).

Avianca cuenta con una flota operativa de 181 aeronaves para transporte de pasajeros, 5 aeronaves exclusivas para transporte de carga, más de 20.000 colaboradores directos e indirectos.

Ofrece 5.500 vuelos semanales a más de 100 destinos en 26 países. A lo largo de 2014 más de 26 millones de pasajeros volaron con Avianca. Su programa de fidelización *LifeMiles* cuenta con más de 5.8 millones de socios.

En 2013, participación de mercado⁶ consolidada de Avianca en el segmento internacional de transporte de pasajeros, fue del 34,2%.

En cuanto a los principales mercados domésticos de transporte de pasajeros, presenta un 60,1% de participación en Colombia y un 13% en Perú.

Industria

De acuerdo a la clasificación industrial internacional corresponde a:

- Transporte de pasajeros por vía aérea
- Transporte de carga por vía aérea
- Actividades de agencias de viajes y operadores turísticos
- Actividades de servicios vinculadas al transporte aéreo (mantenimiento y atención aeroportuaria a otros transportadores)
- Otras actividades de servicios de apoyo a las empresas (Programa de Viajero Frecuente)

Negocios en que se encuentra

- Transporte de pasajeros

Conformada principalmente por varias aerolíneas subsidiarias, esta línea de negocio representa cerca del 86% de los ingresos consolidados de la compañía.

Las principales compañías subsidiarias de esta línea de inversión son: Aerovías del Continente Americano S.A. (Avianca), Taca International Airlines S.A., Aerolíneas Galápagos S.A. AeroGal, Líneas Aéreas Costarricenses S.A. (LACSA), Trans American Airlines S.A., Aviateca S.A, Aerotaxis La Costeña S.A., Islaña de Inversiones S.A. de C.V y Servicios Aéreos Nacionales S.A. (SANSA).

⁶ Informe de Gestión Avianca 2013

- Transporte de carga y correo

Dentro de esta línea de inversión, se consolida el transporte de carga de Tampa Cargo S.A. que opera como aerolínea carguera exclusiva y el transporte de carga en aviones combinados de pasajeros y carga.

Avianca S.A., a través de su unidad de negocio Deprisa, presta servicios de mensajería expresa a través del transporte de paquetes y mercadería.

- Actividades conexas

Esta línea de inversión, incluye la compañía *LifeMiles Corp.*, compañía panameña que presta servicios de administración del Programa de Viajero Frecuente *LifeMiles* de las aerolíneas de pasajeros.

Avianca S.A. cuenta con una unidad de negocios Avianca Services a través de la cual se comercializan los servicios de mantenimiento y de atención aeroportuaria a otros transportadores. A través de la unidad de negocios Avianca Tours se hace la organización y venta de paquetes turísticos.

Porcentaje de ingresos consolidados de cada línea de negocio:

TABLA 5: INGRESOS POR LINEA DE NEGOCIO	
LÍNEA DE NEGOCIO	% DE INGRESOS
Transporte de pasajeros	86,00%
Transporte de carga y correo	11,00%
Actividades conexas	3,00%

Fuente: Informe de Gestión Avianca 2013

2. FINANCIAMIENTO VÍA BONOS DE LA EMPRESA

LATAM presenta tres emisiones de bonos, todas ellas realizadas este 2015 y corresponden a emisiones extranjeras bajo el amparo de la Norma 144-A y la Regulación S de las leyes de valores de los Estados Unidos de América.

La regla 144A es una colocación privada en los EE.UU. para los inversores estadounidenses, mientras que la Reg S es un bono emitido en el mercado de eurobonos para los inversores internacionales.

A continuación se presenta el detalle de las tres emisiones realizadas por la compañía, la principal fuente de información utilizada ha sido *Bloomberg*.

2.1. BONO LATAIR 7,25 09/06/2020

Bono	144-A / REGS LATAIR 7,25 09/06/2020
Nemotécnico	EK9599573 / EK9599516 Número ID de Bloomberg (No se encuentra registro de este bono en Bolsa de Santiago)
Fecha de Emisión	09 de Junio 2015
Valor Nominal (VN o D)	US\$ 500.000.000
Moneda	Dólar Americano USD
Tipo de Colocación	Extranjera País de colocación: Estados Unidos de América y Europa
Fecha de Vencimiento	09 de Junio de 2020
Tipo de Bono	<i>Bullet</i>
Tasa Cupón (k_d)	7,25% anual
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	10 pagos
Tabla de Pagos	Ver anexo 10.1 Bono LATAIR
Periodo de Gracia	Sin periodo de gracia
Motivo de la Emisión	<p>El motivo de la deuda ha sido sustitución de pasivos, en particular:</p> <p>Financiar la recompra, canje y rescate de los bonos garantizados de largo plazo emitidos por la sociedad TAM Capital 2 Inc., al amparo de la Norma 144-A y la Regulación S de las leyes de valores de los Estados Unidos de América, con vencimiento el año 2020, cuyo capital ascendía a US\$300 millones y tenían un cupón de 9,5%; y</p> <p>En el evento de existir cualquier remanente, financiar otros fines corporativos generales.</p>
Clasificación de Riesgo	BB-
Tasa colocación o mercado el día de la emisión (k_b)	7,129% anual
Precio de venta el día de la emisión.	US\$ 502.500.000 (US\$ 500.000.000*100,5)
Valor de Mercado el día de la emisión	100,5 - El bono de encuentra sobre la par

2.2. BONO LATAIR 4,2 15/11/2027

Bono	144-A / REGS LATAIR 4,2 15/11/2027
Nemotécnico	EK9154700/ EK9179459 Número ID de Bloomberg (No se encuentra registro de este bono en Bolsa de Santiago)
Fecha de Emisión	29 de Mayo 2015
Valor Nominal (VN o D)	US\$ 845.213.000
Moneda	Dólar Americano USD
Tipo de Colocación	Extranjera País de colocación: Estados Unidos de América y Europa Colocación privada de Certificados “ <i>Pass Through</i> ” (EETC)
Fecha de Vencimiento	15 de Noviembre de 2027
Tipo de Bono	Francés, amortiza intereses y principal en cada cupón
Tasa Cupón (k_d)	4,2% anual
Periodicidad	Trimestral
Número de pagos (N)	50 pagos
Tabla de Pagos	Ver anexo 10.2 Bono LATAIR
Periodo de Gracia	Tres trimestres
Motivo de la Emisión	Financiar la adquisición de once nuevos Airbus A321-200, dos Airbus A350-900 y cuatro Boeing 787-9, cuyas entregas están previstas entre julio de 2015 y marzo de 2016.
Clasificación de Riesgo	A-
Tasa colocación o mercado el día de la emisión (k_b)	4,164% anual
Precio de venta el día de la emisión.	US\$ 847.326.032,50 (US\$ 845.213.000*100,25)
Valor de Mercado el día de la emisión	100,25 - El bono de encuentra sobre la par

2.3. BONO LATAIR 4,5 15/11/2023

Bono	144-A / REGS LATAIR 4,5 15/11/2023
Nemotécnico	EK9154882/ EK9179814 Número ID de Bloomberg (No se encuentra registro de este bono en Bolsa de Santiago)
Fecha de Emisión	29 de Mayo 2015
Valor Nominal (VN o D)	US\$ 175.610.000
Moneda	Dólar Americano USD
Tipo de Colocación	Extranjera País de colocación: Estados Unidos de América y Europa Colocación privada de Certificados “ <i>Pass Through</i> ” (EETC)
Fecha de Vencimiento	15 de Noviembre de 2023
Tipo de Bono	Francés, amortiza intereses y principal en cada cupón
Tasa Cupón (k_d)	4,5% anual
Periodicidad	Trimestral
Número de pagos (N)	34 pagos
Tabla de Pagos	Ver anexo 10.3 Bono LATAIR
Periodo de Gracia	Tres trimestres
Motivo de la Emisión	Financiar la adquisición de once nuevos Airbus A321-200, dos Airbus A350-900 y cuatro Boeing 787-9, cuyas entregas están previstas entre julio de 2015 y marzo de 2016.
Clasificación de Riesgo	BBB-
Tasa colocación o mercado el día de la emisión (k_b)	4,447% anual
Precio de venta el día de la emisión.	US\$ 176.049.025 (US\$175.610.000*100,25)
Valor de Mercado el día de la emisión	100,25 El bono de encuentra sobre la par

3. ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA

Para determinar la estructura de capital de la empresa se han utilizado los Estados Financieros⁷ consolidados anuales de la Empresa, bajo Norma IFRS, desde el año 2011 al 30 de junio de 2015. Los valores son presentados en dólares estadounidenses (miles) por corresponder a la moneda funcional de la entidad.

3.1. DEUDA FINANCIERA

Del Estado de Situación de LATAM podemos obtener la deuda financiera de la misma para la valoración. Esto se debe a que bajo normativa IFRS la deuda se encuentra registrada a su valor justo, es decir, podemos suponer que la deuda contable es igual a la deuda de mercado.

Las cuentas en las que se encuentra registrada esta deuda en IFRS con las siguientes, sin embargo es necesario verificar en las notas a los EE.FF. que efectivamente corresponda a deuda financiera:

- Préstamos que Devengan Intereses (corriente)
- Otros Pasivos Financieros (corriente)
- Préstamos que Devengan Intereses (no corriente)
- Otros Pasivos Financieros (no corriente)

En el caso LATAM, según se indica en las Notas a los EE.FF., los "Préstamos que Devengan Intereses" se encuentran dentro de la cuenta "Otros Pasivos Financieros". Las cuentas y la deuda financiera para los años 2011 a junio 2015 se presentan en el siguiente cuadro:

⁷ Superintendencia de Valores y Seguros

TABLA 6: DEUDA FINANCIERA - MILES USD					
ITEM / PERIODOS	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	30-06-2015
Otros Pasivos Financieros (corriente)	582.257	2.047.330	2.039.787	1.624.615	1.541.608
Otros Pasivos Financieros (no corriente)	3.109.136	7.698.857	7.859.985	7.389.012	7.291.899
DEUDA FINANCIERA (Supuesto = B)	3.691.393	9.746.187	9.899.772	9.013.627	8.833.507

Fuente: Estados Financieros LATAM

Como se puede observar, exceptuando el año 2011, la deuda es relativamente estable y muy elevada. El hecho que el año 2011 sea diferente se puede atribuir a que ese valor es previo a la fusión LAN-TAM finalizada a mediados de 2012.

3.2. PATRIMONIO ECONÓMICO

Para determinar el patrimonio económico de la empresa se obtuvo el número total de acciones suscritas y pagadas para los años 2011 a junio 2015 desde sus EE.FF. La empresa solo cuenta con Acciones Ordinarias, no hay series especiales de acciones, ni privilegios.

El precio de la acción al final de cada periodo de estudio se ha obtenido de la Bolsa de Comercio de Santiago. Cabe destacar, que como se mencionó en la sección 1.1. “Descripción de la Empresa”, LATAM transa en varias bolsas, sin embargo, para simplificar los cálculos se ha utilizado el precio de la acción indicado.

Por último, se debe mencionar que el patrimonio económico se encuentra altamente distorsionado por el la caída abrupta del precio de la acción en el último tiempo. Por ello se realiza el análisis comparativo con el valor contable del patrimonio.

TABLA 7: PATRIMONIO DE LA EMPRESA					
ITEM / PERIODOS	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	30-06-2015
a) Número de acciones suscritas y pagadas	340.326.431	479.098.052	535.243.229	545.547.819	545.547.819
b) Precio de la acción a diciembre de cada año (pesos) ⁸	12.191	11.251	8.255	7.064	4.557
b) Precio de la acción a diciembre de cada año (USD)	23,37859	23,50815	15,54871	11,63061	7,18097
c) Patrimonio Económico en MILES USD	7.956.352	11.262.708	8.322.343	6.345.054	3.917.563
d) Patrimonio Contable en MILES USD	1.457.372	5.220.685	5.326.459	4.503.695	3.859.909

Fuente: Elaboración propia

El valor contable y el valor económico del patrimonio son muy similares a junio 2015. El patrimonio económico es muy estable en el periodo de estudio y posterior a la fusión LAN-TAM, por el contrario, el patrimonio económico es muy irregular y con tendencia a la baja desde el año de fusión LAN-TAM.

⁸ Bolsa de Comercio de Santiago

3.3. ESTRUCTURA DE CAPITAL OBJETIVO

La estructura de capital objetivo es un aspecto muy importante dentro de la valoración, pues la tasa de costo de capital de determinará en base a “WACC” (costo de capital promedio ponderado en sus siglas en inglés) y para ello se requiere que la empresa tenga una estructura de capital objetivo de largo plazo, si no se cumple esta condición no podría valorarse así.

Utilizando la deuda financiera y el patrimonio de la empresa podemos determinar la estructura de capital objetivo de LATAM.

TABLA 8: ESTRUCTURA DE CAPITAL CON PATRIMONIO ECONÓMICO						
ITEM / PERIODOS	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	30-06-2015	PROMEDIO
a) Razón de endeudamiento de la empresa (B/V)	31,69%	46,39%	54,33%	58,69%	69,28%	52,08%
b) Razón patrimonio a valor de empresa (P/V)	68,31%	53,61%	45,67%	41,31%	30,72%	47,92%
c) Razón deuda a patrimonio de la empresa (B/P)	46,40%	86,54%	118,95%	142,06%	225,48%	108,66%

Fuente: Elaboración propia

Analizando la estructura de capital a lo largo del periodo de estudio podemos observar que esta es muy irregular y sería erróneo creer que el promedio representa la estructura de capital objetivo de la LATAM. Adicionalmente, estos valores se encuentran distorsionados por la gran caída en el precio de la acción que ha sufrido la compañía en el último tiempo.

Por lo anterior, es que también se realiza el mismo ejercicio utilizando el patrimonio contable a fin de poder comparar y sacar mejores conclusiones.

TABLA 9: ESTRUCTURA DE CAPITAL CON PATRIMONIO CONTABLE						
ITEM / PERIODOS	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	30-06-2015	Promedio
a) Razón de endeudamiento de la empresa (B/V)	71,69%	65,12%	65,02%	66,68%	69,59%	67,62%
b) Razón patrimonio a valor de empresa (P/V)	28,31%	34,88%	34,98%	33,32%	30,41%	32,38%
c) Razón deuda a patrimonio de la empresa (B/P)	253,29%	186,68%	185,86%	200,14%	228,85%	208,84%

Fuente: Elaboración propia

Usando patrimonio contable es posible observar que el año 2011, previo a la fusión, LAN se encontraba fuertemente apalancada con un ratio de deuda sobre patrimonio sobre 253%. Si bien durante la fusión este valor cayó, es posible observar que ha ido subiendo y retomando los valores previos a la fusión.

Con lo anterior, es posible concluir que la mejor estructura que representa a la compañía es la última. Es una empresa fuertemente apalancada y que hoy se encuentra en un escenario en que le es difícil adquirir más deuda e incluso pagar su deuda actual.

La estructura de capital objetivo propuesta, es la presentada a junio 2015 determinada con patrimonio económico.

TABLA 10: ESTRUCTURA DE CAPITAL OBJETIVO	
ITEM	VALOR
Razón de endeudamiento de la empresa (B/V)	69,28%
Razón patrimonio a valor de empresa (P/V)	30,72%
Razón deuda a patrimonio de la empresa (B/P)	225,48%

Fuente: Elaboración propia

4. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA

4.1. ESTIMACIÓN DEL BETA PATRIMONIAL DE LA EMPRESA

El coeficiente beta (β) es una medida de riesgo sistémico o riesgo no diversificable de un activo, en este apartado se calcula el Beta de la acción de LATAM usando el Modelo de Mercado ($R_{it} = \alpha + \beta_i R_{mt} + \epsilon$). Para ello se han seguido los siguientes pasos:

- Desde la Bolsa de Santiago, se han descargado los precios semanales de la acción de LATAM desde julio de 2009 al 30 junio de 2015. Se han utilizado los precios de cierre del último día hábil de cada semana.
- Desde la Bolsa de Santiago, se han descargado los precios semanales del índice IGPA desde julio de 2009 al 30 junio de 2015. Se han utilizado los precios de cierre del último día hábil de cada semana.
- Se han calculado los retornos semanales para la acción y para el IGPA, usando fórmula:

$$r_t = \frac{p_t - p_{t-1}}{p_{t-1}}$$

Donde:

r_t : corresponde al retorno de la acción en la semana “t”

p_t : corresponde al precio de la acción en la semana “t”

- Utilizando 105 retornos (2 años de muestra) se ha estimado mediante el modelo de mercado ($R_{it} = \alpha + \beta_i R_{mt} + \epsilon$) el beta de la acción para los años 2011 al 2015 (al 30 de Junio de cada año).

En la siguiente tabla se registran los resultados obtenidos de la estimación de los Betas y, adicionalmente, se registra la presencia bursátil ⁹de la acción al 30 junio de cada año.

TABLA 11: BETA DE LA ACCIÓN, USANDO IGPA Y MODELO DE RETORNOS DE MERCADO					
ITEM / PERIODO	30-06-2011	30-06-2012	30-06-2013	30-06-2014	30-06-2015
Beta de la Acción	1,2248	1,1647	1,2505	1,6711	1,8691
p-value (significancia)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Presencia Bursátil (%)	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: Elaboración propia

Para hacer un análisis comparativo, también se ha determinado el beta de la acción usando otros parámetros.

La tabla 12 muestra los betas obtenidos usando el índice IPSA en vez de IGPA, esta es una opción válida porque las acciones de LATAM se encuentra también dentro de este índice:

TABLA 12: BETA DE LA ACCIÓN, USANDO IPSA Y MODELO DE RETORNOS DE MERCADO					
ITEM/PERIODO	30-06-2011	30-06-2012	30-06-2013	30-06-2014	30-06-2015
Beta de la Acción	1,0214	0,9864	1,0516	1,3551	1,5288
p-value (significancia)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Presencia Bursátil (%)	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: Elaboración propia

La tabla 13 muestra los betas obtenidos usando el índice IPSA y Modelo de Valoración de Activos Financieros (CAPM por sus siglas en inglés - *Capital asset pricing model*). Este modelo indica que los retornos esperados se pueden expresar en función de la tasa libre de riesgo más un premio por riesgo ponderado por el beta ($R_{it} = r_f + \beta_i \cdot PRM + \varepsilon$).

⁹ Bolsa de Comercio de Santiago

TABLA 13: BETA DE LA ACCIÓN, USANDO IPSA Y MODELO DE CAPM					
ITEM/PERIODO	30-06-2011	30-06-2012	30-06-2013	30-06-2014	30-06-2015
Beta de la Acción	1,0214	0,9864	1,0516	1,3551	1,5288
p-value (significancia)	0,000000000	0,000000000	0,000000000	0,000000000	0,000000000
Presencia Bursátil (%)	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: Elaboración propia

Y finalmente, la tabla 14 presenta el beta de la acción considerando el periodo post fusión (2012-junio 2015), usando el índice IPSA y Modelo CAPM:

TABLA 14: BETA DE LA ACCIÓN, USANDO IPSA Y MODELO CAPM EN PERIODO DE FUSIÓN	
ITEM/PERIODO	30-06-2015
Beta de la Acción	1,4289
p-value (significancia)	0,000000000
Presencia Bursátil (%)	100,00%

Fuente: Elaboración propia

De los valores obtenidos para *p-value* podemos observar que todos los Betas obtenidos son estadísticamente significativos.

Por otra parte, la presencia bursátil es de 100% para todos los periodos. Esto se refiere a la cantidad de días en los que se registran transacciones de una acción por más de 1.000 UF, durante los últimos 180 días hábiles bursátiles.

El Beta de la Acción a utilizar en esta valorización corresponde a aquel determinado al 30 de junio de 2015 usando IGPA y Modelo de Retornos de Mercado. Esto porque el IGPA es un índice que incluye un mayor número de acciones y por ende se puede decir que es más representativo del mercado. En cuanto al Modelo de Retornos de Mercado, en el análisis comparativo, entrega los mismos resultados que el Modelo CAPM, por lo cual es indiferente usar uno u otro en este trabajo.

TABLA 15: BETA A USAR EN VALORACIÓN	
ITEM	30-06-2015
Beta de la Acción	1,8691
p-value (significancia)	0,000000000
Presencia Bursátil (%)	100,00%

Fuente: Elaboración propia

4.2. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA

Para el desarrollo de este apartado se realizaron los siguientes supuestos:

- Tasa libre de riesgo: Corresponde a los BTU-20 al 01 de julio de 2015 cuya tasa es de 1,96%.
- Premio por riesgo de mercado: Corresponde a aquel provisto por Damodaran, a enero de 2015 cuya tasa es de 6,76%¹⁰.
- Tasa de impuesto: Se aplica la que corresponda según el año considerado en el pasado y la consistente con la estructura de capital objetiva de la empresa para el futuro.

En cuanto a la nomenclatura utilizada en esta sección, tenemos:

r_f : Tasa libre de riesgo

PRM : Premio por riesgo de mercado $E(R_m) - r_f$

t_c : Tasa de impuesto corporativo

B : Deuda

P : Patrimonio

V : Valor de la empresa, valor de los activos (B+P)

β_d : Riesgo sistemático de la deuda. Beta de la deuda

$\beta_p^{C/D}$: Beta patrimonial con deuda, beta de la acción

$\beta_p^{S/D}$: Beta patrimonial sin deuda

k_b : Tasa de costo de la deuda

k_p : Tasa de costo del patrimonio

k_0 : Tasa de costo de capital

¹⁰ Valor estándar entregado en taller AFE

COSTO DE LA DEUDA (k_b)

El costo de la deuda se ha extraído de Bloomberg y se ha asumido igual la última YTM registrada a junio de 2015, del bono de más largo plazo de LATAM.

La YTM registrada al 30 de junio de 2015 es de **4,3179%**¹¹. Esta tasa corresponde a la de el bono 144-A/ REGS LATAIR 4,2 con vencimiento al 15 de noviembre de 2027.

k_b	4,3179%
-------	---------

BETA DE LA DEUDA (β_d)

Utilizando CAPM y la tasa de costo de la deuda (k_b), es posible determinar el beta de la deuda de LATAM.

$$k_b = r_f + PRM * \beta_d$$

$$4,3179\% = 1,96\% + 6,76\% * \beta_d$$

$$\beta_d = 0,3488$$

β_d	0,3488
-----------	--------

¹¹ Valor obtenido desde Bloomberg

BETA DE LA ACCIÓN ($\beta_p^{c/d}$)

El Beta de la Acción corresponde a aquél determinado en el apartado 4.1 “Estimación del beta patrimonial de la empresa” que corresponde al beta al 30 de junio de 2015 determinado usando IGPA y Modelo de Retornos de Mercado con 105 datos semanales, lo que equivale a una muestra de dos años.

$\beta_p^{c/d}$	1,8691
-----------------	--------

BETA PATRIMONIAL SIN DEUDA ($\beta_p^{s/d}$)

Para obtener el beta patrimonial sin deuda ($\beta_p^{s/d}$) es necesario desapalancar el beta patrimonial con deuda ($\beta_p^{c/d}$) obtenido en el punto anterior, es decir, quitarle el efecto del riesgo de la deuda para obtener el riesgo propio de LATAM. Dado que la deuda es riesgosa, es necesario usar Rubinstein para desapalancar el beta.

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

Para utilizar la formula anterior faltan dos parámetros: Estructura de capital y tasa de impuesto. El $\beta_p^{c/d}$ se ha determinado usando datos de julio 2013 a junio 2015 por lo que para desapalancar este beta y obtener el beta patrimonial sin deuda, se debe utilizar la estructura de capital promedio de estos años, así también, la tasa de impuesto promedio en dicho periodo:

TABLA 16: ESTRUCTURA DE CAPITAL Y TASA DE IMPUESTO PROMEDIO DE LOS AÑOS QUE ABARCA EL CALCULO DEL BETA				
ITEM	31-12-2013	31-12-2014	30-06-2015	Promedio
Razón deuda a patrimonio de la empresa (B/P)	118,95%	142,06%	225,48%	154,87%
Tasa de impuesto ¹²	20,00%	21,00%	22,50%	21,17%

Fuente: Elaboración propia

¹² Servicio de Impuestos Internos. Ver anexo 5 “Impuesto de primera categoría”

Así tenemos todos los parámetros necesarios para desapalancar el beta usando la fórmula de Rubinstein:

TABLA 17: PARAMETOS PARA DESAPALANCAR BETA	
PARAMETRO	VALOR
Beta de la Acción $\beta_P^{c/d}$	1,8691
t_c promedio	0,2117
$(1-t_c)$ promedio	0,7883
B/P promedio	1,5487
Beta de la deuda β_d	0,3488

Fuente: Elaboración propia

Reemplazando los valores en la fórmula tenemos que:

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

$$1,8691 = [1 + (0,7883) * 1,5487] * \beta_P^{s/d} - (0,7883) * 1,5487 * 0,3488$$

$$1,8691 = 2,22084021 * \beta_P^{s/d} - 0,4258290652$$

$$(1,8691 + 0,4258290652) / 2,22084021 = \beta_P^{s/d}$$

$$\beta_P^{s/d} = 1,033360494$$

$\beta_P^{s/d}$	1,0333
-----------------	--------

BETA PATRIMONIAL CON DEUDA ($\beta_p^{c/d}$)

Para obtener el beta patrimonial con deuda ($\beta_p^{c/d}$) de LATAM se debe apalancar el beta patrimonial sin deuda ($\beta_p^{s/d}$) con la estructura de capital objetiva de la empresa, estimada en el punto 3.3. “Estructura de Capital Objetivo” y la tasa de impuesto de largo plazo informada por Servicio de Impuestos Internos (Ver anexo 5: “Impuesto de Primera Categoría”).

Aquí también usamos Rubinstein, pues LATAM tiene deuda riesgosa:

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

Para apalancar el beta de LATAM tenemos los siguientes parámetros y los valores que se indican:

TABLA 18: PARAMETOS PARA APALANCAR BETA	
PARAMETRO	VALOR
Beta Pat. sin deuda $\beta_p^{s/d}$	1,0333
t_c de largo plazo	0,2700
$(1-t_c)$ de largo plazo	0,7300
B/P Objetivo L/P	2,2548
Beta de la deuda β_d	0,3488

Fuente: Elaboración propia

Reemplazando los valores tenemos que:

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

$$\beta_p^{c/d} = [1 + 0,73 * 2,2548] * 1,033360494 - [0,73 * 2,2548 * 0,3488]$$

$$\beta_p^{c/d} = [2,646004] * 1,033360494 - [0,5741262]$$

$$\beta_p^{c/d} = [2,73427599] - [0,5741262]$$

$$\beta_p^{c/d} = 2,16014979$$

$\beta_p^{c/d}$	2,1601
-----------------	--------

Comparando con el beta de otras aerolíneas¹³, tenemos:

- American Airlines Group Inc. → 3,8500
- Copa Holdings SA → 2,3564
- Gol Linhas Aéreas Inteligentes → 2,0421
- Delta Air Lines, Inc. → 1,2681
- The Boeing Company → 1,0477

El beta obtenido se encuentra dentro de los rangos de betas de empresas comparables. Principalmente, muy similar a GOL, una empresa semejante en mercado y tamaño, por lo cual es un valor aceptable.

COSTO PATRIMONIAL (k_p)

Utilizando CAPM es posible estimar la tasa de costo patrimonial, usando el beta patrimonial con deuda, que contempla la estructura de capital objetiva de la empresa, tenemos que:

$$k_p = rf + PRM * \beta_p^{C/D}$$

$$k_p = 1,96\% + 6,76\% * 2,16014979$$

$$k_p = 0,16562613 = 16,56\%$$

k_p	16,56%
-------	--------

¹³ Yahoo Finance

COSTO DE CAPITAL (k_0)

Utilizando el Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC) se estima el costo de capital para LATAM, para ello tenemos los siguientes parámetros:

$$k_0 = k_p(P/V) + k_b(1-t_c)(B/V) \rightarrow \text{Fórmula WACC}$$

TABLA 19: PARAMETROS PARA DETERMINAR COSTO DE CAPITAL	
PARAMETRO	VALOR
Costo patrimonial (k_p)	0,1656
t_c de largo plazo	0,2700
$(1-t_c)$ de largo plazo	0,7300
Costo de la deuda (k_b)	0,0431
P/V Objetivo L/P	0,3072
B/V Objetivo L/P	0,6928

Fuente: Elaboración propia

Reemplazando los datos tenemos que:

$$k_0 = k_p(P/V) + k_b(1-t_c)(B/V)$$

$$k_0 = [0,1656 * 0,3072] + [0,0431 * 0,73 * 0,6928]$$

$$k_0 = 0,05087232 + 0,02179757$$

$$k_0 = 0,07266989 = 7,27\%$$

K_0	7,27%
-------	-------

5. ANÁLISIS Y PROYECCIÓN DE ESTADO DE RESULTADOS

5.1. ANALISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA

Para este análisis se han utilizado los Estados Financieros¹⁴ consolidados anuales de la Empresa, bajo Norma IFRS, desde el año 2011 al 30 de junio de 2015. Los valores son presentados en dólares estadounidenses (miles) por corresponder a la moneda funcional de la entidad.

TASAS DE CRECIMIENTO REALES DE LATAM

En este apartado se determinan las tasas de crecimiento reales de las ventas de LATAM, de forma agregada y por línea de negocio, para los años 2011 a junio 2015.

Para determinar las tasas de crecimiento reales se ha tomado la información financiera en dólares de la cuenta “Ingresos de Actividades Ordinarias” (Ventas de la empresa). A nivel agregado se han obteniendo los siguientes resultados:

TABLA 20: TASAS DE CRECIMIENTO REALES DE LAS VENTAS A NIVEL AGREGADO						
VALORES EN MILES USD						
ITEM / PERIODO	2011	2012	2013	2014	30-06-2014	30-06-2015
Ingresos de actividades ordinarias - Miles USD	5.585.440	9.710.372	12.924.537	12.093.501	6.062.215	5.005.455
Tasa de crecimiento	-	73,85%	33,10%	-6,43%	-	-17,43%

Fuente: Elaboración propia en base a información de EE.FF. LATAM

A nivel de líneas de negocio, los ingresos de actividades ordinarias y tasas de crecimiento asociadas son las siguientes. Para los cálculos respectivos se ha utilizado información de las Notas a los Estados Financieros para la cuenta “Ingresos de Actividades Ordinarias”:

¹⁴ Superintendencia de Valores y Seguros

TABLA 21: INGRESOS ACTIVIDADES ORDINARIAS POR LINEA DE NEGOCIO VALORES EN MILES USD							
ÍTEM / PERIODO	2011	2012	2013	2013	2014	jun-14	jun-15
Pasajeros LAN	4.008.910	7.966.846	11.061.557	4.731.296	4.464.761	2.203.081	2.111.349
Pasajeros TAM	-	-	-	6.330.262	5.915.361	3.013.490	2.209.339
Total pasajeros LAN - TAM	4.008.910	7.966.846	11.061.557	11.061.558	10.380.122	5.216.571	4.320.688
Carga	1.576.530	1.743.526	1.862.980	1.862.979	1.713.379	845.644	684.767
Total Ingresos de Actividades Ordinarias	5.585.440	9.710.372	12.924.537	12.924.537	12.093.501	6.062.215	5.005.455

Fuente: Elaboración propia en base a información de EE.FF. LATAM

TABLA 22: CRECIMIENTO DE LAS VENTAS POR LÍNEA DE NEGOCIO						
ÍTEM / PERIODO	2011	2012	2013	2014	jun-15	PROMEDIO
Pasajeros LAN	-	98,73%	38,84%	-5,63%	-4,16%	31,94%
Pasajeros TAM	-	-	-	-6,55%	-26,69%	-16,62%
Total pasajeros	-	98,73%	38,84%	-6,16%	-17,17%	28,56%
Carga	-	10,59%	6,85%	-8,03%	-19,02%	-2,40%
Total	-	73,85%	33,10%	-6,43%	-17,43%	20,77%

Fuente: Elaboración propia

El proceso de fusión entre LAN y TAM finalizó a mediados de 2012, por esta razón la apertura de línea de negocio LAN y TAM se inicia en 2013.

Como se puede observar de la tabla anterior, las tasas de crecimiento de LATAM han tenido una clara tendencia a la baja de una forma muy agresiva llegando a valores negativos a junio 2015. En base a lo anterior, el promedio anual de crecimiento es poco representativo, no existe una tendencia.

Adicionalmente, la compañía tiene otras cuentas de ingresos operacionales, estas son:

Otros Ingresos

Correspondiente a ingresos derivados de Tours, Arriendo de aviones, Aduanas y almacenaje, *Duty free*, Mantenimiento y Otros ingresos varios.

Otras Ganancias / Perdidas

Correspondiente a venta de subsidiarias. Cuando ocurre la venta de una subsidiaria y no se retiene algún porcentaje de participación sobre ella, la Sociedad da de baja los activos y pasivos de la subsidiaria, las participaciones no controladoras y los otros componentes de patrimonio relacionados con la subsidiaria. Cualquier ganancia o pérdida que resulte de la pérdida de control se reconoce en el estado de resultados consolidado en Otras ganancias (pérdidas).

Los montos asociados para los periodos 2011 a junio 2015 se presentan en la siguiente tabla, el promedio contempla periodo 2011-2014 por ser periodos comparables:

TABLA 23: OTROS INGRESOS OPERACIONALES - MILES DE USD						
ÍTEM / PERIODO	2011	2012	2013	2014	jun-14	jun-15
Otros Ingresos	132.804	220.156	341.565	377.645	162.948	198.541
Otras ganancias (pérdidas)	0	-45.831	-55.410	33.524	-89.119	-382

Fuente: Elaboración propia en base a información de EE.FF. LATAM

TABLA 24: CRECIMIENTO OTROS INGRESOS OPERACIONALES					
ÍTEM / PERIODO	2012	2013	2014	jun-15	PROMEDIO
Otros Ingresos	65,78%	55,15%	10,56%	21,84%	38,33%
Otras ganancias (pérdidas)	-	20,90%	-160,50%	-99,57%	-79,72%

Fuente: Elaboración propia

Las tasas de crecimiento de Otros ingresos han sido muy irregulares y su promedio no es representativo. Por otra parte, las Otras ganancias (pérdidas), por su naturaleza, es una cuenta no lineal.

TASAS DE CRECIMIENTO REALES DE INDUSTRIA

LATAM cuenta con una amplia gama de destinos, dentro de los cuales se encuentra Sudamérica, Norteamérica, El Caribe, Europa, Oceanía y Polinesia. Particularmente, Argentina, Perú, Chile, Bolivia, Brasil, Colombia, Ecuador, Europa, México y el Caribe, Norteamérica, Oceanía, Polinesia Uruguay y Venezuela. Es por ello que el análisis de crecimiento de la industria se realiza a nivel nacional y mundial.



Ilustración 2: Mapa de destinos LATAM
Fuente: Página web LATAM

Las tasas de crecimiento reales de la industria de Transporte aéreo de pasajeros y Transporte aéreo de carga a nivel nacional y mundial se presentan en la tabla 25.

Los porcentajes de crecimiento hasta 2014 fueron calculados a partir de información del tráfico aéreo de pasajeros y carga obtenidos del sitio web del Banco Mundial y los porcentajes a junio

2015 fueron extraídos directamente de la Junta Aeronáutica Civil y Asociación Internacional de Transporte Aéreo (IATA) para datos locales y mundiales respectivamente.

TABLA 25: TASAS DE CRECIMIENTO REALES DE LA INDUSTRIA					
TRANSPORTE DE PASAJEROS	2012	2013	2014	Junio 2015	PROMEDIO
Transporte aéreo, pasajeros transportados - Chile	17,74%	7,08%	3,92%	4,10%	5,04%
Transporte aéreo, pasajeros transportados - Mundo	3,84%	5,42%	5,34%	5,70%	5,07%
TRANSPORTE DE CARGA	2012	2013	2014	Junio 2015	PROMEDIO
Transporte aéreo, carga (millones de toneladas-kilómetros) - Chile	7,38%	-0,98%	2,71%	-14,80%	-1,42%
Transporte aéreo, carga (millones de toneladas-kilómetros) - Mundo	-4,36%	0,11%	5,04%	3,50%	1,07%

Fuente: Elaboración propia en base a información del Banco Mundial, Junta Aeronáutica Civil e IATA

Para la determinación de promedios se ha considerado el primer semestre de 2015 como un periodo más pues se asume que tendencia se mantendrá durante segundo semestre.

Para el promedio de Transporte aéreo de pasajeros en Chile se excluye el valor del año 2012 por ser un valor que distorsiona la muestra.

El Transporte de pasajeros es bastante estable y se encuentra en torno a 5% tanto a nivel local como mundial. Por el contrario, el Transporte carga no presenta una tendencia, siendo muy irregular en el tiempo. Los promedios determinados no son aptos para obtener conclusiones.

PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO DE LA INDUSTRIA

Las perspectivas de crecimiento de la industria se han obtenido del reporte de Perspectivas del Mercado Actual 2015-2034 de Boeing, la mayor compañía aeroespacial del mundo y líder en la fabricación de aviones comerciales y de defensa; y sistemas de seguridad.

TABLA 26: PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO DE LA INDUSTRIA		
ITEM	PASAJEROS	CARGA
Boeing_Current_Market_Outlook_2015 - Crecimiento tráfico mundial anual de 2015 a 2034	4,90%	4,70%

Fuente: Reporte de Perspectivas del Mercado Actual 2015-2034 - Boeing

Al igual que las tasas de crecimiento históricas, las perspectivas de crecimiento para el transporte aéreo a nivel de industria se encuentran en torno al 5%.

Por otra parte, la perspectiva de crecimiento para el Transporte de carga, de 4,7%, se encuentra muy lejos de la tendencia histórica a nivel local, mundial y a nivel del crecimiento histórico LATAM en esta línea de negocio.

5.2. ANÁLISIS DE COSTOS DE OPERACIÓN

IDENTIFICACIÓN DE COSTOS DE OPERACIÓN

Los costos de operación de LATAM están conformados por:

- Costo de Ventas
- Costos de Distribución
- Gastos de Administración
- Otros gastos, por función

Los principales costos y gastos de operación y administración se detallan a continuación:

- Gastos de personal (sueldos y salarios, beneficios a corto plazo, beneficios por terminación, otros gastos de personal)
- Combustible
- Otros arriendos y tasas aeronáuticas
- Arriendo de Aviones
- Mantenimiento
- Comisiones
- Servicio a pasajeros
- Otros costos de operación

A partir de la información pública de la compañía, no es posible hacer una asociación entre la categorización de los costos operacionales y cada uno de los ítems que los componen.

DETALLE DE COSTOS DE OPERACIÓN

El detalle de los costos de operación, según la clasificación realizada por LATAM en las notas a sus Estados Financieros, es la siguiente:

TABLA 27: COSTOS DE OPERACIÓN - MILES USD					
ITEM / PERIODO	2011	2012	2013	2014	jun-15
Gastos de personal	1.012.503	1.908.915	2.492.769	2.350.102	1.103.849
Combustible	1.750.052	3.434.569	4.414.249	4.167.030	1.419.037
Otros arriendos y tasas aeronáuticas	671.614	1.048.342	1.373.061	1.327.238	558.383
Arriendo de Aviones	174.197	313.038	441.077	521.384	257.691
Mantenimiento	182.358	297.618	477.086	452.731	229.698
Comisiones	209.255	308.941	408.671	365.508	154.083
Servicio a pasajeros	136.049	239.848	331.405	300.325	144.518
Otros costos de operación	646.051	1.316.095	1.644.827	1.487.672	628.661
Depreciación	386.644	739.973	985.317	943.731	450.196
Amortización	9.831	31.140	56.416	47.533	22.338
TOTAL COSTOS DE OPEACIÓN	5.178.554	9.638.479	12.624.878	11.963.254	4.968.454

Fuente: Notas a los EE.FF. LATAM

TABLA 28: PESO RELATIVO DE LOS COSTOS DE OPERACIÓN					
ÍTEM / PERIODO	2011	2012	2013	2014	jun-15
Gastos de personal	19,55%	19,81%	19,74%	19,64%	22,22%
Combustible	33,79%	35,63%	34,96%	34,83%	28,56%
Otros arriendos y tasas aeronáuticas	12,97%	10,88%	10,88%	11,09%	11,24%
Arriendo de Aviones	3,36%	3,25%	3,49%	4,36%	5,19%
Mantenimiento	3,52%	3,09%	3,78%	3,78%	4,62%
Comisiones	4,04%	3,21%	3,24%	3,06%	3,10%
Servicio a pasajeros	2,63%	2,49%	2,63%	2,51%	2,91%
Otros costos de operación	12,48%	13,65%	13,03%	12,44%	12,65%
Depreciación	7,47%	7,68%	7,80%	7,89%	9,06%
Amortización	0,19%	0,32%	0,45%	0,40%	0,45%
TOTAL COSTOS DE OPEACIÓN	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: Elaboración propia

TABLA 29: COSTOS DE OPERACIÓN COMO PORCENTAJE DE INGRESOS					
ÍTEM / PERIODO	2011	2012	2013	2014	jun-15
Ingresos de actividades ordinarias	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Gastos de personal	18,13%	19,66%	19,29%	19,43%	22,05%
Combustible	31,33%	35,37%	34,15%	34,46%	28,35%
Otros arriendos y tasas aeronáuticas	12,02%	10,80%	10,62%	10,97%	11,16%
Arriendo de Aviones	3,12%	3,22%	3,41%	4,31%	5,15%
Mantenimiento	3,26%	3,06%	3,69%	3,74%	4,59%
Comisiones	3,75%	3,18%	3,16%	3,02%	3,08%
Servicio a pasajeros	2,44%	2,47%	2,56%	2,48%	2,89%
Otros costos de operación	11,57%	13,55%	12,73%	12,30%	12,56%
Depreciación	6,92%	7,62%	7,62%	7,80%	8,99%
Amortización	0,18%	0,32%	0,44%	0,39%	0,45%
TOTAL	92,72%	99,26%	97,68%	98,92%	99,26%

Fuente: Elaboración propia

De las tablas anteriores se puede observar que LATAM tiene un serio problema de costos. Después de la fusión LAN-TAM, los costos han llegado a superar el 99% de los Ingresos de Actividades Ordinarias, por lo cual la empresa debería trabajar fuertemente en la eficiencia en costos para poder evitar caer el *defaul*. Sin embargo, lo anterior no es tarea fácil, la mayor parte de los costos no son gestionables.

El primer semestre de 2015, el precio del combustible presentó una baja en el mercado lo que provoca una reducción de este ítem desde 34,46% de los ingresos a un 28,35% a junio 2015. Aun así, la proporción de costos totales aumentó respecto a 2014 llegando a un 99,26% de los ingresos ordinarios.

Cabe destacar que el precio del combustible es un riesgo para LATAM. Las variaciones en su precio dependen de diversos factores, entre ellos, oferta y demanda de combustible en el mundo, decisiones tomadas por la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y otros factores. Para mitigar parcialmente este riesgo, la compañía cuenta con una política de cobertura con mínimos y máximos de combustible a cubrir con instrumentos tales como *Swaps*, *Collars*, Opciones *Swaptions* o combinaciones.

5.3. ANÁLISIS DE CUENTAS NO OPERACIONALES

Analizando las cuentas del Estado de Resultados se detectan que las siguientes cuentas no operacionales (posterior al resultado operacional) son de carácter recurrente:

TABLA 30: CUENTAS NO OPERACIONALES - MILES USD						
ITEM / PERIODO	2011	2012	2013	2014	jun-15	Promedio 2011-2014
Costos financieros	124.624	217.109	389.696	339.534	173.699	267.741
Diferencias de cambio	-256	66.685	-482.174	-130.201	-169.222	-136.487
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	458	972	1.954	-6.455	37	-768
Resultados por unidades de reajuste	131	-22	214	7	476	83

Fuente: Elaboración propia en base a EE.FF. LATAM

Los promedios presentados excluyen el periodo a junio 2015 por no ser comparable con el resto de la muestra. Ingresos financieros y Costos financieros se presenta neteados.

Las cuentas relevantes en este apartado son “Costos Financieros” y “Diferencias de Cambio” (las dos restantes son inmateriales). A continuación se realiza un análisis de la relevancia de estas cuentas y el riesgo que conllevan para esta empresa.

Costos Financieros¹⁵

Los costos financieros se encuentran influenciados por el riesgo de tasa de interés al que está expuesta LATAM. La incertidumbre de los mercados hace que la empresa se encuentra expuesta a este riesgo producto de la deuda de largo plazo sujeta a tasa de interés variable.

Para mitigar el riesgo de tasa de interés LATAM ha suscrito contratos swap y opciones *call* de tasas de interés.

¹⁵ Memoria anual LATAM 2014

Diferencias de cambio¹⁶

LATAM se encuentra expuesta fuertemente a riesgo de tipo de cambio producto de su naturaleza de operación y los distintos países en que tiene presencia.

Como ya se ha planteado, la moneda funcional de LATAM es el dólar estadounidense. En esta moneda se fijan los precios de sus servicios y se generan sus estados financieros. A partir de esto la empresa declara dos tipos de riesgo: flujos y balance.

El riesgo de flujo se genera como consecuencia de la posición neta de ingresos y costos en moneda distinta al dólar estadounidense. Al cierre de 2014, alrededor de un 58% de los ingresos están denominados en dólar estadounidense mientras que aproximadamente un 29% en real brasileño.

En cuanto a los gastos, el porcentaje total de costos denominados en dólar estadounidense es de alrededor de un 65%, mientras que el porcentaje aproximado de costos en real brasileño es de un 23%.

Las tarifas de los negocios de carga y pasajeros internacionales se encuentran mayoritariamente en dólares estadounidenses. Pero en los negocios domésticos existe una mezcla. Esto genera que la empresa se encuentre expuesta a la fluctuación en diversas monedas, siendo los principales real brasileño, peso chileno y euro.

Aun cuando la empresa ha realizado contratos forward de moneda para cubrir este riesgo es muy complejo lograr una cobertura de 100% y por ello las diferencias de tipo de cambio son muy relevantes en el negocio y poco controlable.

El riesgo de balance se presenta cuando partidas registradas en balance están expuestas a variaciones del tipo de cambio, dado que estas partidas están expresadas en una unidad monetaria distinta a la moneda funcional. El principal factor de descalce se produce en la

¹⁶ Memoria anual LATAM 2014

sociedad TAM S.A, cuya moneda funcional es el real brasileño y gran parte de sus pasivos están expresados en moneda dólar.

Acá no se puede generar contratos de forward de moneda para cobertura y lo que ha hecho la empresa para disminuir el impacto de apreciación o depreciaciones del R\$/US\$ es efectuar transacciones para disminuir las obligaciones netas en dólar estadounidenses para TAM S.A.

5.4. ANÁLISIS DE ACTIVOS

CLASIFICACIÓN DE ACTIVOS DE LA EMPRESA

Analizando las cuentas de balance, podemos realizar una clasificación entre cuentas operacionales y no operacionales según se muestra a continuación:

TABLA 31: CLASIFICACIÓN DE ACTIVOS DE LA EMPRESA		
ACTIVOS CORRIENTES	MILES USD JUNIO 2015	CLASIFICACIÓN
Efectivo y equivalentes al efectivo	1.073.971	Operacional
Otros activos financieros corrientes	567.019	Operacional
Otros activos no financieros corrientes	355.254	Operacional
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	1.149.687	Operacional
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	221	Operacional
Inventarios corrientes	231.801	Operacional
Activos por impuestos corrientes, corrientes	75.715	Operacional
Activos no corrientes o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta o como mantenidos para distribuir a los propietarios	1.001	No Operacional
TOTAL ACTIVOS CORRIENTES	3.454.669	-
ACTIVOS NO CORRIENTES	MILES USD JUNIO 2015	CLASIFICACIÓN
Otros activos financieros no corrientes	83.902	Operacional
Otros activos no financieros no corrientes	345.011	Operacional
Cuentas por cobrar no corrientes	9.031	Operacional
Activos intangibles distintos de la plusvalía	1.618.109	Operacional
Plusvalía	2.850.897	No Operacional
Propiedades, planta y equipo	10.676.356	Operacional
Activos por impuestos corrientes, no corrientes	24.630	Operacional
Activos por impuestos diferidos	299.844	Operacional
TOTAL ACTIVOS NO CORRIENTES	15.907.780	-
TOTAL ACTIVOS	19.362.449	-

Fuente: Elaboración propia en base a EE.FF. LATAM

DETALLE DE ACTIVOS NO OPERACIONALES

De la tabla anterior podemos apreciar que existen dos activos de carácter no operacional a junio 2015. A continuación se detalla en qué consiste cada uno de ellos.

Plusvalía

Según se detalla en las notas a los EE.FF., 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. La plusvalía relacionada con adquisiciones de filiales no se amortiza, pero se somete a pruebas por deterioro de valor en forma anual. Las ganancias y pérdidas por la venta de una entidad incluyen el importe en libros de la plusvalía relacionada con la entidad vendida.

Activos no corrientes o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta o como mantenidos para distribuir a los propietarios

No se presentan detalles en notas a estados financieros, sin embargo, su monto es inmaterial.

6. PROYECCIÓN DE ESTADO DE RESULTADOS

En este apartado se construye un Estado de Resultados proyectado, en base a los Estados Financieros Históricos y en base a toda la información analizada en los apartados anteriores.

6.1. PROYECCIÓN DE INGRESOS DE OPERACIÓN

Del apartado 5.1 “Análisis operacional del negocio e industria” se puede generar la siguiente tabla resumen:

TABLA 32: RESUMEN TASAS DE CRECIMIENTO						
ÍTEM / PERIODO	2012	2013	2014	jun-15	PROMEDIO	PERSPECTIVA MUNDIAL 2015-2034
Transporte aéreo, pasajeros LATAM	98,73%	38,84%	-6,16%	-17,17%	28,56%	n/a
Transporte aéreo, pasajeros Chile	17,74%	7,08%	3,92%	4,10%	5,04%	n/a
Transporte aéreo, pasajeros Mundo	3,84%	5,42%	5,34%	5,70%	5,07%	4,90%
Transporte aéreo, carga LATAM	10,59%	6,85%	-8,03%	-19,02%	-2,40%	n/a
Transporte aéreo, carga Chile	7,38%	-0,98%	2,71%	-14,80%	-1,42%	n/a
Transporte aéreo, carga Mundo	-4,36%	0,11%	5,04%	3,50%	1,07%	4,70%

Fuente: Elaboración propia

- Las tasas de crecimiento reales de LATAM han tenido una tendencia a la baja, con cambios de gran magnitud entre un periodo y otro. Ocupar el promedio de crecimiento de los ingresos, de 28,56% (2012- junio 2015), para realizar la proyección sería demasiado optimista. Esta cifra se encuentra sobrevalorada por la alta tasa de crecimiento, de 98,73%, del año 2012 (año de fusión). Adicionalmente, el promedio se encuentra muy por sobre las tasas de crecimiento del mercado.
- Las tasas de crecimiento reales de la industria son más estables para el transporte de pasajeros y se encuentran en torno a 5% tanto en Chile como en el Mundo. Para el

transporte de carga existe mucha variabilidad, oscilando entre valores negativos y positivos.

- Las perspectivas de crecimiento de la industria son claras; el transporte de pasajeros sigue la tendencia histórica y para transporte de carga, no sigue tendencia alguna.

En base a lo anterior se proyectará el crecimiento de la línea transporte de pasajeros en un 5% desde los años 2016 a 2019, una aproximación de la tasa promedio de crecimiento histórica de la industria de transporte aéreo de pasajeros a nivel mundial y nacional, y perspectivas mundiales. El año 2015 se proyecta al doble del valor a junio 2015, no existe información para suponer que los resultados del segundo semestre de 2015 sean diferentes del primero.

El transporte de carga se proyectará en un 1% desde los años 2016 a 2019, considerando el supuesto que la empresa realizará esfuerzos por estabilizar esta línea de negocio. Sin embargo, este es un criterio conservador con respecto a la perspectiva de crecimiento mundial. El año 2015 se proyecta al doble del valor a junio 2015, no existe información para suponer que los resultados del segundo semestre de 2015 sean diferentes del primero.

Proyección de otros ingresos de operación: "Otros ingresos" se proyectan de acuerdo al menor porcentaje de crecimiento histórico, redondeado en 10%, por criterio conservador. La cuenta "Otras ganancias/ pérdidas" tiene un comportamiento muy irregular en el tiempo y corresponde a la venta de Subsidiarias, por ello se proyecta en cero.

TABLA 33: SUPUESTOS PROYECCIÓN DE INGRESOS	
ÍTEM	SUPUESTO
Transporte de pasajeros 2015	Doble de junio 2015
Transporte de pasajeros 2016-2019	5% anual
Transporte de carga 2015	Doble de junio 2015
Transporte de carga 2016-2019	1% anual
Otros ingresos 2015-2019	10% anual
Otras ganancias/ pérdidas 2015	Constante junio 2015
Otras ganancias/ pérdidas 2016-2019	Valor cero

Fuente: Elaboración propia

TABLA 34: PROYECCIÓN INGRESOS DE OPERACIÓN - MILES USD					
ÍTEM / PERIODO	2015	2016	2017	2018	2019
Ingresos de operación - transporte aéreo de pasajeros	8.641.376	9.073.445	9.527.117	10.003.473	10.503.647
Ingresos de operación - transporte aéreo de carga	1.369.534	1.383.229	1.397.062	1.411.032	1.425.143
TOTAL INGRESO ACTIVIDADES ORDINARIAS	10.010.910	10.456.674	10.924.179	11.414.505	11.928.789

Fuente: Elaboración propia

TABLA 35: PROYECCIÓN OTROS INGRESOS DE OPERACIÓN - MILES USD					
ÍTEM / PERIODO	2015	2016	2017	2018	2019
Otros Ingresos	415.410	456.950	502.645	552.910	608.201
Otras ganancias (pérdidas)	-382	0	0	0	0

Fuente: Elaboración propia

6.2. PROYECCIÓN DE COSTOS DE OPERACIÓN

Como se presentó en la Tabla 29 “Costos de operación como porcentaje de ingresos”, LATAM tiene un serio problema de gestión. Los costos superan el 97% de los ingresos en los últimos 4 años y en algunos, incluido el último, supera el 99% de los ingresos de actividades ordinarias.

La ganancia bruta se encuentra sobre el 20% en todos los años de estudio (Ver tabla 36), lo que indica que “el negocio” del transporte aéreo y de carga sigue siendo rentable. Sin embargo, la gestión de la empresa no es buena. El margen bruto es reducido drásticamente por los costos de distribución, gastos de administración y otros gastos por función. El problema se agrava luego de la fusión LAN-TAM el año 2012.

TABLA 36: ESTADO DE RESULTADOS (EXTRACTO) COMO PORCENTAJE DE LOS INGRESOS

ITEM / PERIODOS	2011	2012	2013	2014	JUNIO 2015	PROMEDIO ¹⁷ 2012-2015
Ingresos de actividades ordinarias	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Costo de ventas	73,02%	78,62%	77,79%	79,58%	79,17%	78,79%
Ganancia bruta	26,98%	21,38%	22,21%	20,42%	20,83%	21,21%
Otros ingresos	2,38%	2,27%	2,64%	3,12%	3,97%	3,00%
Costos de distribución	8,59%	8,28%	7,94%	7,91%	7,77%	7,97%
Gastos de administración	7,26%	9,15%	8,79%	8,11%	9,31%	8,84%
Otros gastos, por función	3,84%	3,21%	3,16%	3,32%	3,01%	3,17%
Otras ganancias (pérdidas)	-0,59%	-0,47%	-0,43%	0,28%	-0,01%	-0,16%
Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales	9,07%	2,54%	4,53%	4,48%	4,70%	4,06%

ITEM / PERIODOS	2011	2012	2013	2014	2015	PROMEDIO
SUMA DE COSTOS DE OPERACIÓN	92,72%	99,26%	97,68%	98,92%	99,26%	98,78%

Fuente: Elaboración propia

¹⁷ Promedio contempla periodo post fusión LAN-TAM

De acuerdo a lo señalado reporte de sostenibilidad 2014, la meta de la compañía es reducir los costos totales en aproximadamente USD\$ 800 millones al año 2018, equivalente a alrededor del 5% del gasto anual de LATAM Airlines Group, ahorro que se suma a las eficiencias por la incorporación de aviones de nueva tecnología.

Este trabajo no considera el punto anterior, pues dado sus niveles de endeudamiento y gestión es muy complejo que pueda cumplir esta meta. La mayor parte de los costos no son gestionables. Adicionalmente, el primer semestre de 2015 el total de costos de operación, lejos de bajar, subieron, aun cuando el precio del petróleo a nivel mundial cayó considerablemente. Por lo anterior, se proyecta usando un criterio conservador, en base al porcentaje promedio que representan los costos sobre los ingresos ordinarios en el periodo post fusión LAN-TAM (2012-junio 2015).

TABLA 37: PROYECCIÓN DE COSTOS OPERACIONALES - MILES USD						
ÍTEM / PERIODO	% de ingresos	2015	2016	2017	2018	2019
Ingresos de actividades ordinarias	100,00%	10.010.910	10.456.674	10.924.179	11.414.505	11.928.789
Costo de ventas	78,79%	7.887.895	8.239.126	8.607.487	8.993.830	9.399.050
Costos de distribución	7,97%	798.296	833.843	871.123	910.223	951.233
Gastos de administración	8,84%	884.870	924.271	965.594	1.008.934	1.054.392
Otros gastos, por función	3,17%	317.838	331.991	346.833	362.401	378.729

Fuente: Elaboración propia

6.3. PROYECCIÓN DE RESULTADO NO OPERACIONAL

Todas las cuentas de resultado no operacional son de carácter recurrente para la empresa considerando el periodo de estudio 2011 - junio 2015.

Estos flujos se proyectan en base a lo siguiente:

- Costos financieros: En base al doble de los costos financieros a junio 2015, neteados de los ingresos financieros. Dado el alto nivel de deuda, esta una cuenta relevante para LATAM.
- Diferencia de cambio: Dada su irregularidad en el tiempo, estos se proyectan a su valor a junio 2015. Como se expuso en el apartado 5.3 “Análisis de cuentas no operacionales”, este ítem no es lineal y aunque la empresa realiza contratos *forward* de moneda para cubrir este riesgo es muy complejo lograr una cobertura de 100%.
- Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación: Es una cuenta inmaterial en el tiempo. No se proyecta (o se proyecta en cero).
- Resultados por unidad de reajuste: Se proyectadas constantes a valor junio 2015.

TABLA 38: CUENTAS NO OPERACIONALES - MILES DE USD					
ÍTEM / PERIODO	2015	2016	2017	2018	2019
Costos financieros	-347.398	-347.398	-347.398	-347.398	-347.398
Diferencias de cambio	-169.222	-169.222	-169.222	-169.222	-169.222
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	0	0	0	0	0
Resultados por unidades de reajuste	476	476	476	476	476

Fuente: Elaboración propia

6.4. GANANCIA ANTES DE IMPUESTOS

Para simplificar los cálculos y ser consistente con la determinación de la tasa de descuento, se utilizarán los impuestos determinados con las tasas publicadas por el Servicio de Impuestos Internos para los próximos periodos (Ver Anexo 5 “Impuesto de primera categoría”) Recordar que los impuestos se determinan y pagan de acuerdo a contabilidad tributaria.

La Ley N° 20.780, Reforma Tributaria, ha sido aprobada y publicada en el Diario Oficial de la República de Chile con fecha 29 de septiembre de 2014. En ella se establecen dos sistemas de tributación a los cuales podrán optar las empresas y en los cuales las tasas de impuesto presentan diferencias:

- A) **Sistema de Tributación de Renta atribuida**, se basa en la tributación por el devengo de las utilidades. La tasa máxima llegaría al 25% desde el año 2017.
- B) **Sistema de Tributación Parcialmente Integrado**, se basa en la tributación por la percepción de las utilidades. La tasa de impuesto es de 27% a partir del año 2018.

De acuerdo a lo señalado en las notas a los Estados Financieros de LATAM de diciembre 2014, a la compañía se le aplica como regla general el “Sistema de Tributación Parcialmente Integrado”, a menos que una futura Junta de Extraordinaria de Accionistas de la Compañía acordase, por un mínimo de 2/3 de esta, optar por el “Sistema de Tributación de Renta Atribuida” cuyo plazo máximo es el último trimestre del año 2016.

En base a lo anterior, las proyecciones de este apartado se realizan bajo las tasas de impuesto del “Sistema de Tributación Parcialmente Integrado”.

TABLA 39: DETERMINACIÓN DE IMPUESTOS - MILES USD					
ÍTEM / PERIODO	2015	2016	2017	2018	2019
Tasas SII	22,50%	24,00%	25,50%	27,00%	27,00%
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	20.894	68.250	119.643	175.884	237.443
Determinación de impuesto a las ganancias de acuerdo a tasas publicadas por SII	4.701	16.380	30.509	47.489	64.109

Fuente: Elaboración propia

6.5. GANANCIA / PERDIDA

Determinados los impuestos, obtenemos la ganancia/perdida de cada periodo de proyección.

TABLA 40: DETERMINACIÓN DE GANANCIA/ PERDIDA - MILES USD					
ÍTEM / PERIODO	2015	2016	2017	2018	2019
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	20.894	68.250	119.643	175.884	237.443
Determinación de impuesto a las ganancias de acuerdo a tasas publicadas por SII	-4.701	-16.380	-30.509	-47.489	-64.109
GANANCIA/ PERDIDA	16.193	51.870	89.134	128.395	173.333
GANANCIA/ PERDIDA COMO PORCENTAJE DE LOS INGRESOS DE OPERACIÓN	0,16%	0,50%	0,82%	1,12%	1,45%
RESULTADO OPERACIONAL SOBRE LOS INGRESOS DE OPERACIÓN	5,36%	5,59%	5,82%	6,06%	6,32%
ROE¹⁸	0,41%	1,32%	2,28%	3,28%	4,42%

Fuente: Elaboración propia

Los resultados obtenidos por LATAM, si bien son positivos, son muy bajos. Recién superan el 1% de los ingresos de actividades ordinarias en el año 2018. Si bien el margen de operación y ROE son mayores, también son cuestionables. Una empresa con este margen no es sostenible en el tiempo.

¹⁸ ROE proyectado con patrimonio económico a junio 2015

6.6. ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO

Con los análisis, supuestos y proyecciones realizadas en los puntos anteriores es posible construir el siguiente Estado de Resultados Proyectado:

TABLA 41: EE.RR. MILES USD	REAL		PROYECTADO				
	2014	jun-15	2015	2016	2017	2018	2019
ÍTEM / PERIODO							
Ingresos de actividades ordinarias	12.093.501	5.005.455	10.010.910	10.456.674	10.924.179	11.414.505	11.928.789
<i>Ingresos transporte de pasajeros</i>	<i>10.380.122</i>	<i>4.320.688</i>	<i>8.641.376</i>	<i>9.073.445</i>	<i>9.527.117</i>	<i>10.003.473</i>	<i>10.503.647</i>
<i>Ingresos transporte de carga</i>	<i>1.713.379</i>	<i>684.767</i>	<i>1.369.534</i>	<i>1.383.229</i>	<i>1.397.062</i>	<i>1.411.032</i>	<i>1.425.143</i>
Costo de ventas	-9.624.501	-3.963.067	-7.887.895	-8.239.126	-8.607.487	-8.993.830	-9.399.050
<i>Costo de Venta Variable</i>	<i>-8.680.770</i>	<i>-3.512.871</i>	<i>-6.987.503</i>	<i>-7.338.734</i>	<i>-7.707.095</i>	<i>-8.093.438</i>	<i>-8.498.658</i>
<i>Depreciación</i>	<i>-943.731</i>	<i>-450.196</i>	<i>-900.392</i>	<i>-900.392</i>	<i>-900.392</i>	<i>-900.392</i>	<i>-900.392</i>
Ganancia bruta	2.469.000	1.042.388	2.123.015	2.217.548	2.316.692	2.420.675	2.529.740
Otros ingresos	377.645	198.541	415.410	456.950	502.645	552.910	608.201
Costos de distribución	-957.072	-388.906	-798.296	-833.843	-871.123	-910.223	-951.233
Gasto de administración	-980.660	-465.771	-884.870	-924.271	-965.594	-1.008.934	-1.054.392
<i>Gasto de administración variable</i>	<i>-933.127</i>	<i>-443.433</i>	<i>-840.194</i>	<i>-879.595</i>	<i>-920.918</i>	<i>-964.258</i>	<i>-1.009.716</i>
<i>Amortización</i>	<i>-47.533</i>	<i>-22.338</i>	<i>-44.676</i>	<i>-44.676</i>	<i>-44.676</i>	<i>-44.676</i>	<i>-44.676</i>
Otros gastos por función	-401.021	-150.710	-317.838	-331.991	-346.833	-362.401	-378.729
Otras ganancias (pérdidas)	33.524	-382	-382	0	0	0	0
Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales	541.416	235.160	537.038	584.394	635.787	692.028	753.587
Costos financieros	-339.534	-173.699	-347.398	-347.398	-347.398	-347.398	-347.398
Diferencias de cambio	-130.201	-169.222	-169.222	-169.222	-169.222	-169.222	-169.222
Resultados por unidades de reajuste	7	476	476	476	476	476	476
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	71.688	-107.285	20.894	68.250	119.643	175.884	237.443
Gasto por impuestos a las ganancias	-142.194	36.953	-4.701	-16.380	-30.509	-47.489	-64.109
Ganancia (pérdida)	-70.506	-70.332	16.193	51.870	89.134	128.395	173.333

Fuente: Elaboración propia

7. VALORACIÓN DE LA EMPRESA POR FLUJO DE CAJA DESCONTADO

7.1. AJUSTES AL ESTADO DE RESULTADOS

En este apartado se realizan los ajustes al Estado de Resultados a fin de obtener los flujos de caja descontados.

DEPRECIACIÓN DEL EJERCICIO Y AMORTIZACIÓN DE INTANGIBLES

Depreciación del ejercicio y amortización de intangibles se asume constante al doble de la depreciación y amortización a junio 2015, esto porque la empresa declara que utiliza el método de depreciación lineal.

TABLA 42: DEPRECIACIÓN Y AMORTIZACIÓN - MILES USD					
ITEM/ PERIODO	2015	2016	2017	2018	2019
Depreciación	900.392	900.392	900.392	900.392	900.392
Amortización	44.676	44.676	44.676	44.676	44.676
TOTAL	945.068	945.068	945.068	945.068	945.068

Fuente: Elaboración propia en base a información de EE.FF. LATAM

INVERSIÓN DE REPOSICIÓN

Los Estados Financieros de LATAM no hacen referencia a información alguna que pueda apoyar en la estimación de la inversión de reposición en forma directa.

El Reporte de Sostenibilidad 2014 hace mención a que habrá una inversión de US\$ 12 mil millones entre 2014 y 2020 para renovación de flota. El 2014 se invirtió US\$1.440,445 millones por lo que la inversión proyectada para 2015-2020 corresponde a US\$10.559,555 millones (en 6 años). Esto representa US\$1.759,926 millones por año.

Asumiendo la inversión total proyectada que se informa en reporte de sostenibilidad, tenemos que:

TABLA 43: INVERSIÓN EN REPOSICIÓN, ALTERNATIVA 1 - MILES USD					
ITEM/ PERIODO	2015	2016	2017	2018	2019
Inversión total	1.759.926	1.759.926	1.759.926	1.759.926	1.759.926
Inversión Activo Fijo Proyectada	322.495	322.495	322.495	322.495	322.495
TOTAL INVERSIÓN EN REPOSICIÓN	1.437.431	1.437.431	1.437.431	1.437.431	1.437.431

Fuente: Elaboración propia

Por otra parte, suponiendo inversión de reposición igual a depreciación del ejercicio, doble de depreciación a junio 2015, se tiene que:

TABLA 44: INVERSIÓN EN REPOSICIÓN, ALTERNATIVA 2 - MILES USD					
ITEM/ PERIODO	2015	2016	2017	2018	2019
Depreciación	900.392	900.392	900.392	900.392	900.392
Amortización	44.676	44.676	44.676	44.676	44.676
TOTAL INVERSIÓN EN REPOSICIÓN	945.068	945.068	945.068	945.068	945.068

Fuente: Elaboración propia

Dado los problemas de *leverage*, costos y utilidades que tiene LATAM es poco creíble que pueda cumplir su promesa de inversión declarada en el Reporte Anual de Sostenibilidad 2014. Y aunque una inversión de reposición igual a la depreciación del ejercicio igualmente es elevada, es la opción más conservadora. Por ello se proyecta bajo este último supuesto.

ESTIMACIÓN DE NUEVAS INVERSIONES

La estimación de nuevas inversiones en activo fijo debiera realizarse en base al CAPEX de la empresa, sin embargo, dicha información no se encuentra disponible en la información pública de LATAM.

Analizando la información histórica de compra de activo fijo como proporción de los Ingresos de Actividades Ordinarias tenemos:

TABLA 45: INVERSIÓN EN ACTIVO FIJO HISTÓRICA - MILES USD						
ITEM/ PERIODO	2011	2012	2013	2014	jun-15	PROMEDIO
Compras de propiedades, planta y equipo	1.367.025	2.389.364	1.381.786	1.440.445	490.229	1.413.770
Ingresos de actividades ordinarias	5.585.440	9.710.372	12.924.537	12.093.501	5.005.455	9.063.861
Activo Fijo (% ventas)	24,47%	24,61%	10,69%	11,91%	9,79%	16,30%

Fuente: Elaboración propia

No es posible usar esta información para estimar la inversión futura en activos. Esto porque la proporción de activos disminuye en el tiempo y una empresa como esta no puede disminuir sus activos ante caídas en los ingresos, por lo tanto, usar este supuesto sería erróneo.

No obstante lo anterior, es posible determinar la inversión en activos proyectada usando el promedio ajustado de inversión total y la inversión de reposición.

El promedio ajustado de inversión total en Activo Fijo se obtiene de la tabla 45, considerando la inversión 2013, 2014 y dos veces junio 2015.

PROMEDIO AJUSTADO
1.267.563

En la tabla 46 se determina la inversión en activo fijo proyectada:

TABLA 46: INVERSIÓN EN ACTIVO FIJO PROYECTADA	REAL MILES USD		PROYECTADO MILES USD				
	2014	jun-15	2015	2016	2017	2018	2019
Inversión total en Activos	1.440.445	490.229	1.267.563	1.267.563	1.267.563	1.267.563	1.267.563
Inversión de reposición	-1.073.965	-365.504	-945.068	-945.068	-945.068	-945.068	-945.068
Inversión Activo Fijo Proyectada	366.480	124.725	322.495	322.495	322.495	322.495	322.495

Fuente: Elaboración propia

INVERSIÓN EN CAPITAL DE TRABAJO

A continuación se presenta la determinación del CTON histórico y su promedio, el cual será utilizado para la determinación de necesidad de Capital de Trabajo futura.

TABLA 47: CAPITAL DE TRABAJO OPERACIONAL NETA - MILES USD						
ITEM/ PERIODO	2011	2012	2013	2014	jun-15	
Efectivo y equivalentes al efectivo	374.407	650.263	1.984.903	989.396	1.073.971	
Otros activos financieros corrientes	260.514	920.947	1.045.561	898.272	922.273	
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	531.355	1.417.531	1.633.094	1.378.837	1.149.687	
Inventarios	72.787	176.818	231.028	266.039	231.801	
Activo Corriente Neto	1.239.063	3.165.559	4.894.586	3.532.544	3.377.732	
Cuentas comerciales y otras cuentas corrientes por pagar	645.086	1.689.990	1.557.736	1.489.396	1.504.935	
Pasivo Corriente Neto	645.086	1.689.990	1.557.736	1.489.396	1.504.935	Inv. 06/2015
CTON	593.977	1.475.569	3.336.850	2.043.148	1.872.797	-170.351
Ventas	5.585.440	9.710.372	12.924.537	12.093.501	5.005.455	Promedio
CTON (% ventas) - RCTON	10,63%	15,20%	25,82%	16,89%	37,42%	21,2%
CTON (días ventas)	39	55	94	62	137	77,35

Fuente: Elaboración propia

El Capital de Trabajo Operacional Neto (CTON), como porcentaje de ventas, es de 21,2% promedio. Con este valor y el diferencial de ingresos de actividades ordinarias se ha obtenido la inversión en capital de trabajo requerida por LATAM para los próximos periodos.

$$Inversión\ Capital\ de\ trabajo_t = RCTON_{promedio} * (Ventas_{t+1} - Ventas_t)$$

TABLA 48: INVERSIÓN EN CAPITAL DE TRABAJO - MILES USD						
ÍTEM / PERIODO	2015	2016	2017	2018	2019	2020-00
Ingresos de actividades ordinarias	10.010.910	10.456.674	10.924.179	11.414.505	11.928.789	11.928.789
Inversión en Capital de Trabajo	94.464	99.072	103.908	108.985	0	0

Fuente: Elaboración propia

El detalle de las principales cuentas que forman parte de Capital de Trabajo se describe a continuación:

Efectivo y equivalentes al efectivo

La caja es parte de la operación de LATAM. La empresa ha mantenido una política de mantención de efectivo en torno al 5% de los activos. Con ello paga los compromisos de su operación, como las mantenciones de su flota, por ello es parte del capital de trabajo.

Otros activos financieros corrientes

Se considera sólo si es una cuenta relevante en el tiempo, montos relevantes en comparación con las otras cuentas del balance. A criterio de este evaluador, esta es una cuenta cumple con ello y debe incorporarse en los cálculos.

Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes

Es parte del capital de trabajo por definición.

Inventarios

Es parte del capital de trabajo por definición.

Cuentas comerciales y otras cuentas corrientes por pagar

Es parte del capital de trabajo por definición. Cabe destacar que en relación al financiamiento de corto plazo, LATAM mantiene al 31 de diciembre 2014 aproximadamente un 4% de su deuda total en préstamos a exportadores e importadores con el propósito de financiar necesidades de capital de trabajo.

ACTIVOS PRESCINDIBLES

Los Activos Prescindibles son aquellos activos que no pertenecen al negocio principal de la empresa, pero que tienen valor de mercado por sí solos.

La empresa cuenta con dos activos no operacionales al 30 de junio de 2015 pero uno de ellos no tiene un valor de mercado por sí solo:

TABLA 49: ACTIVOS QUE NO PERTENECEN A LA OPERACIÓN - MILES USD	
ITEM/AÑO	jun-15
Activos no corrientes o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta o como mantenidos para distribuir a los propietarios	1.001
Plusvalía	2.850.897
TOTAL	2.851.898

Fuente: EE.RR. LATAM

Los activos mantenidos para la venta son activos prescindibles y, aunque su monto es inmaterial, se presentan en este apartado para tener trazabilidad de los mismos. No se considera en la valoración.

La plusvalía es un activo no operacional pero no tiene un valor por sí sola. Esto sólo corresponde a un mayor valor pagado por LATAM cuando adquirió ciertos activos. Por ello no se considera en la proyección.

-----X-----

Inversión

Plusvalía

Caja

Asiento contable “tipo” para registro de plusvalía

DEUDA FINANCIERA

La deuda financiera de la compañía, de acuerdo a lo presentado en el apartado 3.1, es la siguiente:

TABLA 50: RESUMEN DEUDA FINANCIERA - MILES USD					
ITEM / PERIODOS	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	30-06-2015
DEUDA FINANCIERA (Supuesto = B)	3.691.393	9.746.187	9.899.772	9.013.627	8.833.507

Fuente: Estados Financieros LATAM

7.2. FLUJO DE CAJA LIBRE Y VALOR DE LA EMPRESA

AJUSTES AL ESTADO DE RESULTADOS

A continuación se realizan los ajustes determinados en el punto anterior a fin de obtener el Flujo de Caja Libre y el valor terminal de LATAM.

TABLA 51: AJUSTES A EE.RR. - MILES USD	REAL		PROYECTADO					
	2014	jun-15	2015	2016	2017	2018	2019	2020 - OO
Ganancia (pérdida) EE.RR.	-70.506	-70.332	16.193	51.870	89.134	128.395	173.333	173.333
AJUSTES								
(+)Depreciación		450.196	900.392	900.392	900.392	900.392	900.392	900.392
(+)Amortización		22.338	44.676	44.676	44.676	44.676	44.676	44.676
(+)Costos financieros		134.617	269.233	264.022	258.812	253.601	253.601	253.601
Diferencias de cambio		169.222	169.222	169.222	169.222	169.222	169.222	169.222
Resultados por unidades de reajuste		-476	-476	-476	-476	-476	-476	-476
FLUJO DE CAJA BRUTO		705.565	1.399.241	1.429.707	1.461.760	1.495.810	1.540.748	1.540.748
Inversión en Reposición		-472.534	-945.068	-945.068	-945.068	-945.068	-945.068	-945.068
Inversión (Desinversión) en Nuevo Activo Fijo		-124.725	-322.495	-322.495	-322.495	-322.495	-322.495	0
Inversión (Desinversión) en Capital de Trabajo		170.351	-94.464	-99.072	-103.908	-108.985	0	0
FLUJO DE CAJA LIBRE (FCL)		278.657	37.213	63.072	90.289	119.262	273.185	595.680
VALOR TERMINAL							8.191.085	
FLUJO DE CAJA LIBRE + VALOR TERMINAL		278.657	37.213	63.072	90.289	119.262	8.464.270	

Fuente: Elaboración propia

VALORACIÓN AL 30 DE JUNIO DE 2015

Lo primero es determinar los flujos a valor presente, para lo cual se utiliza la tasa de descuento determinada en el apartado 4.2. “Estimación de costo de capital de la empresa”.

TABLA 52: VALOR DE LOS ACTIVOS AL 30/06/2015 – MILES USD	
ÍTEM	VALOR
(+) Flujo proyectado 2015 (a diciembre 2015)	37.213
(+) V. Presente flujos 2016 -2019 + V. Terminal (a diciembre 2015)	6.625.908
(=) Valor presente flujos totales (a diciembre 2015)	6.663.122
(+) Valor presente flujos totales (a junio 2015)	6.433.302
(-) Flujo real 1° semestre 2015	-278.657
VALOR DE ACTIVOS OPERACIONALES AL 30/06/2015	6.154.645

Fuente: Elaboración propia

Los pasos seguidos en la determinación del valor de los activos de la empresa son los siguientes, las cifras se encuentran expresados en miles de dólares:

- Determinar el valor presente de los flujos futuros (incluido el valor terminal) a diciembre 2015.

$$VP \text{ flujos}_{12/2015} = \frac{FCL_{2015}}{(1+k_0)^0} + \frac{FCL_{2016}}{(1+k_0)^1} + \frac{FCL_{2017}}{(1+k_0)^2} + \frac{FCL_{2018}}{(1+k_0)^3} + \frac{FCL_{2019} + \frac{FCL_{2020\infty}}{k_0}}{(1+k_0)^4}$$

$$VP \text{ flujos}_{12/2015} = 37.213 + \frac{63.072}{(1,0727)^1} + \frac{90.289}{(1,0727)^2} + \frac{119.262}{(1,0727)^3} + \frac{273.185 + \frac{595.680}{0,0727}}{(1,0727)^4}$$

$$VP \text{ flujos}_{12/2015} = 6.663.122$$

- El valor anterior se descuenta un semestre, con ello se obtiene el valor presente de los flujos a junio 2015.

$$VP \text{ flujos}_{06/2015} = \frac{FCL_{2015-\infty}}{(1 + k_0)^{1/2}}$$

$$VP \text{ flujos}_{06/2015} = \frac{6.663.122_{2015-\infty}}{(0,0727)^{1/2}}$$

$$VP \text{ flujos}_{06/2015} = 6.433.302$$

- Sin embargo, el flujo anterior contiene todos los flujos de 2015, es necesario restar el valor real y conocido de los flujos del primer semestre para obtener el valor presente de los flujos proyectados al 30/06/2015.

$$VP \text{ flujos}_{06/2015} = 6.433.302 - 278.657$$

- Con ello obtenemos el valor presente de los flujos proyectados a junio 2015.

$$VP \text{ flujos}_{06/2015} = 6.154.645$$

Los parámetros utilizados durante este proceso son los siguientes:

TABLA 53: RESUMEN DE PARÁMETROS USADOS EN LA VALORACIÓN	
ÍTEM	VALOR
Tasa Libre de Riesgo	1,96%
Premio por Riesgo de Mercado	6,76%
Beta del Negocio	103,34%
Costo de la Deuda	4,32%
Beta de la Deuda	34,88%
Nivel de Endeudamiento (B/P)	225,48%
Nivel de Endeudamiento (B/V)	69,28%
Beta de la Acción	216,02%
Tasa de Impuestos	27,00%
Premio por Liquidez	0,00%
Costo Patrimonial	16,56%
Costo de Capital anual	7,27%

Fuente: Elaboración propia

TABLA 54: VALOR DE LA EMPRESA AL 30/06/2015		
VALOR AL 30 DE JUNIO DE 2015	MILES USD	MILES DE PESOS
Valor de los Activos	6.154.645	3.905.614.776
Activos Prescindibles	1.001	635.215
Deuda Financiera	-8.833.507	-5.605.566.872
PATRIMONIO ECONÓMICO	-2.677.861	-1.699.316.882

VALOR AL 30 DE JUNIO DE 2015	Nº ACCIONES	VALOR EN PESOS
Acciones	545.547.819	-3.115

Fuente: Elaboración propia

Si bien el valor de los activos es muy bajo, es un valor positivo. Sin embargo, el alto nivel de deuda de LATAM hace que su valor sea negativo. Un valor negativo no es factible en la práctica por lo se puede interpretar como un precio de la acción con valor cero. El valor real de la acción en la bolsa de valores al 30 de junio de 2015 es de \$4.557. Es decir, la acción se encuentra sobrevalorada.

8. CONCLUSIÓN

Como conclusión es de este trabajo, es posible decir que LATAM no se encuentra en condiciones favorables; ni de rentabilidad, ni de flujos. Al 30 de junio de 2015 la empresa tiene un valor negativo de -\$3.115 por acción, usando el Método de Flujos de Caja Descontados. Esto implica que la empresa no tiene valor económico, es decir, su valor es cero.

La empresa no logra una rentabilidad atractiva, ni siquiera llega al 1% de los ingresos en los próximos dos periodos.

Es una compañía con un nivel de apalancamiento muy elevado, sobre el 225% a junio 2015, deuda que a la fecha es impagable. La emisión de bonos del primer semestre de 2015 corresponde a bonos garantizados, pues sólo así consiguió acceder a más deuda.

Los costos son extremadamente altos, el último semestre alcanzó el 99,26% de los ingresos ordinarios. Ya esta cifra da luces que, con estos niveles de eficiencia, esta no es una empresa sostenible en el tiempo. Desde el periodo post fusión LAN-TAM (2012) los costos solo se incrementan.

Por otra parte, LATAM se encuentra muy expuesta a riesgo de mercado, particularmente: riesgo de tipo de cambio (por los países y monedas en que opera), riesgo de tasa de interés (por su alto nivel de deuda) y riesgo de precio del petróleo.

Los flujos de caja proyectados son extremadamente bajos y, aunque el valor de los activos al 30/06/2015 es positivo, su elevada deuda (-MMUS\$8.833) lleva a que el valor de la compañía sea negativo.

Finalmente, mencionar que el precio de mercado de la acción al 30/06/2015 es de \$4.557, es decir, se encuentra sobrevalorado según los resultados obtenidos en este trabajo.

9. BIBLIOGRAFIA

- Estados Financieros LATAM Airlines Group S.A. desde 2011 a junio 2015
- Memoria anual 2014 LATAM Airlines Group S.A.
- Reporte de sostenibilidad 2014 LATAM Airlines Group S.A.
- Informe Filiales y Coligadas LAN 2014
- Informe de Gestión Avianca 2013
- Reporte de Perspectivas del Mercado Actual 2015-2034 – Boeing
- Página web Dirección General de Aeronáutica Civil (DGAC) - www.dgac.cl/
- Página web Junta de Aeronáutica Civil (JAC) - www.jac.gob.cl/
- Página web Superintendencia de Valores y Seguros - www.svs.cl
- Página web LATAM Airlines Group – www.lan.com
- Página web Asociación Brasileña de Empresas Aéreas (ABEAR) - www.abear.com.br/
- Página web Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A. - www.voegol.com.br/
- Página web Avianca Holdings S.A. www.avianca.com/es-cl/
- Página web Bolsa de Comercio de Santiago - <http://www.bolsadesantiago.com/>
- Página web Servicio de Impuestos Internos – www.sii.cl
- Página web Banco Mundial - <http://datos.bancomundial.org/>
- Página web Asociación Internacional de Transporte Aéreo (IATA) - <http://www.iata.org/>
- Material de clases de Actividad Formativa Equivalente “AFE” Magíster en Finanzas
- Fernández, Pablo. “Valoración de Empresas”, Tercera edición (2005), Gestión 2000.
- Maquieira, Carlos. Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica. Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010. Capítulo 8.
- Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002).
- Bloomberg

10. ANEXO 1: DETALLE BONOS LATAM

10.1. BONO LATAIR 7,25 09/06/2020

Tabla de amortización e información *Bloomberg* de bono 144-A / REGS LATAIR 7,25 09/06/2020, valores en dólares americanos.

TABLA 55: BONO LATAIR 7,25 09/06/2020				
FECHA	INTERESES	AMORTIZACIÓN	TOTAL CUOTA	SALDO CAPITAL
09-06-2015	-	-		500.000.000
09-12-2015	18.125.000	-	18.125.000	500.000.000
09-06-2016	18.125.000	-	18.125.000	500.000.000
09-12-2016	18.125.000	-	18.125.000	500.000.000
09-06-2017	18.125.000	-	18.125.000	500.000.000
09-12-2017	18.125.000	-	18.125.000	500.000.000
09-06-2018	18.125.000	-	18.125.000	500.000.000
09-12-2018	18.125.000	-	18.125.000	500.000.000
09-06-2019	18.125.000	-	18.125.000	500.000.000
09-12-2019	18.125.000	-	18.125.000	500.000.000
09-06-2020	18.125.000	500.000.000	518.125.000	-

Fuente: Bloomberg

EK959957 Corp DES		LATAIR 7 ¼ 06/20 100.500/100.500 (7.120/7.120) TRAC	
LATAIR 7 ¼ 06/09/20 Corp		Pg 1/11 Descripción: Bono	
94 Notas		95 Comprar 96 Vender 97 Paráms	
21) Descripción de bono		22) Descripción de emisor	
Información de emisor Nombre Lan Airlines SA Industry Líneas aéreas		Identificadores Número ID EK9599573 CUSIP 51817RAA4 ISIN US51817RAA41	
Información de valor Mkt Iss Emisión privada País CL Divisa USD Ránking Sr Unsecured Serie 144A Cupón 7.25 Tipo Fijo Frec Sem Días ISMA-30/360 Precio 100.00000 Vence 06/09/2020		Ratings Moody's Ba3 S&P BB- Fitch BB- Composite BB-	
Emisión y operación Aggregated Amount Issued/Out USD 500,000.00 (M) / USD 500,000.00 (M)		Mínimo/Incremento 200,000.00 / 1,000.00	
Cálculo (1)STREET CONVENTION Fecha de anuncio 06/04/2015 Fecha de devengo 06/09/2015 1ra liquidación 06/09/2015 1er cupón 12/09/2015		Nominal 1,000.00 Contable JOINT LEADS Informe TRACE	
<small> Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2015 Bloomberg Finance L.P. SN 316823 EDT GMT-4:00 H189-854-1 04-Sep-2015 16:49:17 </small>			

Ilustración 3: Descripción Bono LATAIR 7,25 09/06/2020
Fuente: Bloomberg

LATAIR 7 ¼ 06/09/20 \$ 188.000 +.000 Yld 10.415		Desde 02 Oct Vol 750.0M Source TRAC						
Ek959951 Corp		90 A Excel Pg 2/2 Tabla de precio histórico						
LATAIR 7 ¼ 06/09/20		High 104.450 en 06/29/15						
Intervalo 06/04/2015 - 10/02/2015	Periodo Diario	Low 88.000 en 10/01/15						
Merc Último precio	Último rendimi	Promedio 99.876	7.324					
Vista Cuadro de precios	Fuente TRAC	Var neta -12.500	-12.44%					
Fecha	Últ precio	Último re...	Fecha	Últ precio	Último re...	Fecha	Últ precio	Último re...
Vi 07/31/15	103.000	6.515	Vi 07/10/15	103.500	6.404	Vi 06/19/15	102.450	6.661
Ju 07/30/15	102.375	6.665	Ju 07/09/15	102.350	6.678	Ju 06/18/15	102.500	6.649
Mi 07/29/15	102.000	6.756	Mi 07/08/15	103.500	6.405	Mi 06/17/15	103.150	6.497
Ma 07/28/15	103.500	6.398	Ma 07/07/15	102.500	6.643	Ma 06/16/15	102.300	6.698
Lu 07/27/15	103.000	6.517	Lu 07/06/15	102.000	6.763	Lu 06/15/15	102.700	6.604
Vi 07/24/15	102.250	6.697	Vi 07/03/15			Vi 06/12/15	102.850	6.569
Ju 07/23/15	102.000	6.758	Ju 07/02/15	102.375	6.674	Ju 06/11/15	101.770	6.824
Mi 07/22/15	102.750	6.578	Mi 07/01/15	103.125	6.496	Mi 06/10/15	102.400	6.675
Ma 07/21/15	103.000	6.519	Ma 06/30/15	103.350	6.444	Ma 06/09/15	102.250	6.712
Lu 07/20/15	103.030	6.512	Lu 06/29/15	H 104.450	6.189	Lu 06/08/15	101.200	6.961
Vi 07/17/15	103.000	6.520	Vi 06/26/15	103.750	6.352	Vi 06/05/15	101.650	6.854
Ju 07/16/15	104.300	6.213	Ju 06/25/15	103.800	6.341	Ju 06/04/15	100.500	7.129
Mi 07/15/15	103.125	6.491	Mi 06/24/15	103.500	6.411			
Ma 07/14/15	102.450	6.653	Ma 06/23/15	102.500	6.648			
Lu 07/13/15	103.750	6.345	Lu 06/22/15	104.000	6.297			
<small> Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2015 Bloomberg Finance L.P. SN 517414 EDT GMT-4:00 H189-4881-0 03-Oct-2015 12:27:49 </small>								

Ilustración 4: Cuadro de precios Bono LATAIR 7,25 09/06/2020
Fuente: Bloomberg

10.2. BONO LATAIR 4,2 15/11/2027

Tabla de amortización e información *Bloomberg* de bono 144-A / REGS LATAIR 4,2 15/11/2027, valores en dólares americanos.

TABLA 56: BONO LATAIR 4,2 15/11/2027				
FECHA	INTERESES	AMORTIZACIÓN	TOTAL CUOTA	SALDO CAPITAL
29-05-2015	-	-	-	845.213.000
15-08-2015	-	-	-	845.213.000
15-11-2015	8.874.737	-	8.874.737	845.213.000
15-02-2016	8.874.737	-	8.874.737	845.213.000
15-05-2016	8.874.737	14.593.169	23.467.905	830.619.831
15-08-2016	8.721.508	13.063.477	21.784.985	817.556.354
15-11-2016	8.584.342	12.897.038	21.481.376	804.659.317
15-02-2017	8.448.923	10.290.899	18.739.826	794.368.418
15-05-2017	8.340.868	11.246.007	19.586.873	783.122.411
15-08-2017	8.222.785	11.991.781	20.214.562	771.130.630
15-11-2017	8.096.872	11.991.645	20.088.516	759.138.985
15-02-2018	7.970.959	11.991.510	19.962.469	747.147.474
15-05-2018	7.845.049	11.991.375	19.836.422	735.156.100
15-08-2018	7.719.139	11.991.240	19.710.376	723.164.860
15-11-2018	7.593.231	11.991.096	19.584.329	711.173.764
15-02-2019	7.467.325	11.990.944	19.458.266	699.182.820
15-05-2019	7.341.420	13.113.057	20.454.476	686.069.763
15-08-2019	7.203.733	13.112.880	20.316.613	672.956.883
15-11-2019	7.066.047	13.112.685	20.178.734	659.844.198
15-02-2020	6.928.364	13.112.499	20.040.862	646.731.699
15-05-2020	6.790.683	13.112.296	19.902.983	633.619.402
15-08-2020	6.653.004	13.112.094	19.765.095	620.507.309
15-11-2020	6.515.327	13.111.891	19.627.215	607.395.418
15-02-2021	6.377.652	13.111.671	19.489.319	594.283.747
15-05-2021	6.239.979	13.111.451	19.351.431	581.172.296
15-08-2021	6.102.309	13.111.231	19.213.543	568.061.065
15-11-2021	5.964.641	13.110.995	19.075.638	554.950.070
15-02-2022	5.826.976	13.110.758	18.937.733	541.839.312

TABLA 56: BONO LATAIR 4,2 15/11/2027

FECHA	INTERESES	AMORTIZACIÓN	TOTAL CUOTA	SALDO CAPITAL
15-05-2022	5.689.313	13.110.513	18.799.828	528.728.799
15-08-2022	5.551.652	13.110.259	18.661.914	515.618.539
15-11-2022	5.413.995	13.110.006	18.524.001	502.508.534
15-02-2023	5.276.340	13.109.735	18.386.079	489.398.798
15-05-2023	5.138.687	13.109.465	18.248.149	476.289.333
15-08-2023	5.001.038	13.109.186	18.110.227	463.180.147
15-11-2023	4.863.392	13.108.890	17.972.280	450.071.257
15-02-2024	4.725.748	13.108.594	17.834.341	436.962.663
15-05-2024	4.588.108	13.108.290	17.696.394	423.854.373
15-08-2024	4.450.471	13.107.969	17.558.438	410.746.404
15-11-2024	4.312.837	13.107.648	17.420.482	397.638.756
15-02-2025	4.175.207	13.107.310	17.282.518	384.531.446
15-05-2025	4.037.580	13.106.963	17.144.546	371.424.483
15-08-2025	3.899.957	13.106.600	17.006.556	358.317.883
15-11-2025	3.762.338	13.106.228	16.868.567	345.211.656
15-02-2026	3.624.722	13.105.847	16.730.569	332.105.808
15-05-2026	3.487.111	13.105.459	16.592.571	319.000.350
15-08-2026	3.349.504	13.105.045	16.454.548	305.895.305
15-11-2026	3.211.901	13.104.630	16.316.533	292.790.675
15-02-2027	3.074.302	13.104.191	16.178.493	279.686.484
15-05-2027	2.936.708	13.103.743	16.040.452	266.582.741
15-08-2027	2.799.119	13.103.278	15.902.395	253.479.463
15-11-2027	2.661.534	253.479.463	256.140.971	-

Fuente: Bloomberg

EK915470 Corp DES		LATAM AIR 2015-1 LATAIR 4.2 11/27 98.150/98.150 (4.483/4.483) TRAC		
LATAIR 4.2 11/15/27 Corp		Pg 1/11 Descripción: Bono		
94 Notas		95 Comprar 96 Vender 97 Paráms		
21) Descripción de bono		22) Descripción de emisor		
Páginas	Información de emisor	Identificadores		
1) Info del bono	Nombre LATAM AIR 2015-1 PTT A	Número ID	EK9154700	
2) Más info	Industry Líneas aéreas	CUSIP	51817TAA0	
3) Cláusulas	Información de valor			
4) Fiadores	Mkt Iss Emisión privada	Pass Thru Certs	ISIN US51817TAA07	
5) Ratings	Pafs CL	Divisa USD	Ratings	
6) Identificadores	Ránking Secured	Serie 144A	Moody's A2	
7) Bolsas	Cupón 4.2	Tipo Fijo	S&P A-	
8) Partes inv	Frec Trim	Precio 100.00000	Composite A-	
9) Tarifas, restric	Días ISMA-30/360	Exp Mat 11/15/2027	Emisión y operación	
10) Programas	MAKE WHOLE @30 until 11/15/27/EXT/SINK	Aggregated Amount Issued/Out	USD 845,213.00 (M) /	USD 845,213.00 (M)
11) Cupones	Sprd emi	Cálculo (77)PRO-RATA:PAR SINKS	Mínimo/Incremento	
Enlaces rápidos	Fecha de anuncio 05/13/2015	1ra liquidación 05/29/2015	2,000.00 / 1,000.00	
30) ALLQ Precios	1er cupón 08/15/2015	Vencimiento final 08/15/2029	Nominal	1,000.00
31) QRD Resumen co			Contable	JOINT LEADS
32) TDH Historia ope			Informe	TRACE
33) CAC Acción corp				
34) CF Prospecto				
35) CN Noticias				
36) HDS Tenedores				
37) VPR Info subyac				
6) Enviar bono				

Ilustración 5: Descripción Bono LATAIR 4,2 15/11/2027

Fuente: Bloomberg

LATAIR 4.2 11/15/27 \$↑96.250 +.500 271.4 bp vs T 2.00 08/15/2025		Desde 30 Sep Vol 2.0MM Source TRAC						
EK915470 Corp		Pg 3/3 Tabla de precio histórico						
LATAIR 4.2 11/15/27		High 100.250 en 05/14/15						
Intervalo 05/14/2015 - 09/30/2015	Periodo Diario	Low 95.750 en 09/28/15						
Merc Últ precio	Divisa USD	Promedio 98.675 4.401						
Vista Cuadro de precios	Fuente TRAC	Var neta -4.000 -3.99%						
Fecha	Últ precio	Último re...	Fecha	Últ prec	Último re...	Fecha	Últ prec	Último re...
Vi 05/29/15	99.500	4.274						
Ju 05/28/15								
Mi 05/27/15	99.500	4.274						
Ma 05/26/15	100.000	4.200						
Lu 05/25/15								
Vi 05/22/15								
Ju 05/21/15	100.000	4.200						
Mi 05/20/15	99.875	4.218						
Ma 05/19/15	100.000	4.200						
Lu 05/18/15	100.000	4.200						
Vi 05/15/15	100.250	4.164						
Ju 05/14/15 H	100.250	4.164						

Ilustración 6: Cuadro de precios Bono LATAIR 4,2 15/11/2027

Fuente: Bloomberg

10.3. BONO LATAIR 4,5 15/11/2023

Tabla de amortización e información *Bloomberg* de bono 144-A / REGS LATAIR 4,5 15/11/2023, valores en dólares americanos.

TABLA 57: BONO LATAIR 4,5 15/11/2023				
FECHA	INTERESES	AMORTIZACIÓN	TOTAL CUOTA	SALDO CAPITAL
29-05-2015	-	-	-	175.610.000
15-08-2015	-	-	-	175.610.000
15-11-2015	1.975.613	-	1.975.613	175.610.000
15-02-2016	1.975.613	-	1.975.613	175.610.000
15-05-2016	1.975.613	4.792.796	6.768.408	170.817.205
15-08-2016	1.921.693	3.810.333	5.732.026	167.006.871
15-11-2016	1.878.827	4.330.169	6.208.995	162.676.703
15-02-2017	1.830.113	5.262.937	7.093.050	157.413.766
15-05-2017	1.770.906	5.011.290	6.782.195	152.402.477
15-08-2017	1.714.528	4.792.193	6.506.721	147.610.283
15-11-2017	1.660.616	4.203.025	5.863.641	143.407.258
15-02-2018	1.613.331	4.495.214	6.108.545	138.912.044
15-05-2018	1.562.760	4.495.137	6.057.897	134.416.908
15-08-2018	1.512.190	4.495.058	6.007.248	129.921.850
15-11-2018	1.461.621	4.494.977	5.956.598	125.426.873
15-02-2019	1.411.053	4.494.894	5.905.947	120.931.979
15-05-2019	1.360.484	4.494.808	5.855.292	116.437.171
15-08-2019	1.309.919	4.494.720	5.804.639	111.942.451
15-11-2019	1.259.352	4.494.631	5.753.983	107.447.820
15-02-2020	1.208.789	4.494.540	5.703.328	102.953.280
15-05-2020	1.158.225	4.494.445	5.652.670	98.458.836
15-08-2020	1.107.662	4.494.348	5.602.010	93.964.487
15-11-2020	1.057.100	4.494.248	5.551.348	89.470.239
15-02-2021	1.006.540	4.494.146	5.500.687	84.976.093
15-05-2021	955.980	4.494.043	5.450.023	80.482.051
15-08-2021	905.422	4.493.934	5.399.356	75.988.117
15-11-2021	854.866	4.493.823	5.348.689	71.494.294
15-02-2022	804.311	4.493.711	5.298.022	67.000.583

TABLA 57: BONO LATAIR 4,5 15/11/2023				
FECHA	INTERESES	AMORTIZACIÓN	TOTAL CUOTA	SALDO CAPITAL
15-05-2022	753.757	4.493.593	5.247.350	62.506.990
15-08-2022	703.204	4.992.642	5.695.845	57.514.349
15-11-2022	647.037	5.990.819	6.637.856	51.523.530
15-02-2023	579.639	5.990.645	6.570.285	45.532.884
15-05-2023	512.246	7.487.895	8.000.140	38.044.990
15-08-2023	428.006	6.988.523	7.416.528	31.056.467
15-11-2023	349.385	31.056.467	31.405.848	-

Fuente: Bloomberg

EK915488 Corp DES		
LATAM AIR 2015-1 LATAIR4 ½ 11/23 95.500/95.500 (5.540/5.540) TRAC		
LATAIR 4 ½ 11/15/23 Corp		
Pg 1/11 Descripción: Bono		97) Paráms
94) Notas		95) Comprar
96) Vender		97) Paráms
21) Descripción de bono	22) Descripción de emisor	
Páginas	Información de emisor	Identificadores
1) Info del bono	Nombre LATAM AIR 2015-1 PTT B	Número ID EK9154882
2) Más info	Industry Líneas aéreas	CUSIP 51817UAA7
3) Cláusulas	Información de valor	ISIN US51817UAA79
4) Fiadores	Mkt Iss Emisión privada Pass Thru Certs	Ratings
5) Ratings	Pafs CL Divisa USD	Moody's Baa2
6) Identificadores	Ránking Secured Serie 144A	S&P BBB-
7) Bolsas	Cupón 4,5 Tipo Fijo	Composite BBB-
8) Partes inv	Frec Trim	Emisión y operación
9) Tarifas, restric	Días ISMA-30/360 Precio 100.00000	Aggregated Amount Issued/Out
10) Programas	Exp Mat 11/15/2023	USD 175,610.00 (M) /
11) Cupones	MAKE WHOLE @45 until 11/15/23/EXT/SINK	USD 175,610.00 (M)
Enlaces rápidos	Sprd emi	Mínimo/Incremento
32) ALLQ Precios	Cálculo (77)PRO-RATA:PAR SINKS	2,000.00 / 1,000.00
33) QRD Resumen co	Fecha de anuncio 05/14/2015	Nominal 1,000.00
34) TDH Historia ope	1ra liquidación 05/29/2015	Contable JOINT LEADS
35) CAC Acción corp	1er cupón 08/15/2015	Informe TRACE
36) CF Prospecto	Vencimiento final 08/15/2025	
37) CN Noticias		
38) HDS Tenedores		
39) VPR Info subyac		
66) Enviar bono		

Ilustración 7: Descripción Bono LATAIR 4,5 15/11/2023

Fuente: Bloomberg

LATAIR 4 ½ 11/15/23 \$ ↑95.500 -1.400 415.1 bp vs T 1.375 08/31/2020
 Desde 24 Sep Vol 1.2MM Source TRAC

Ek915488 Corp 90 A Excel Pg 3/3 Tabla de precio histórico

LATAIR 4 ½ 11/15/23 High 100.250 en 05/14/15
 Intervalo 05/14/2015 - 09/24/2015 Período Diano Low 95.500 en 09/02/15
 Merc Últ precio Último rendimi Divisa USD Promedio 97.942 4.966
 Vista Cuadro de precios Fuente TRAC Var neta -4.750 -4.74%

Fecha	Últ precio	Último re...	Fecha	Últ prec	Último re...	Fecha	Últ prec	Último re...
Vi 05/22/15	99.100	4.693						
Ju 05/21/15								
Mi 05/20/15								
Ma 05/19/15								
Lu 05/18/15	99.875	4.527						
Vi 05/15/15	99.250	4.661						
Ju 05/14/15	H 100.250	4.447						

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000
 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2015 Bloomberg Finance L.P.
 SN 517414 EDT GMT-4:00 H189-4881-0 03-Oct-2015 12:38:17

Ilustración 8: Cuadro de precios Bono LATAIR 4,5 15/11/2023
 Fuente: Bloomberg

11. ANEXO 2: ESTADO DE SITUACIÓN LATAM

TABLA 58: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA - MILES DE DÓLARES					
ITEM / PERIODO	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	30-06-2015
ACTIVOS					
ACTIVOS CORRIENTES					
Efectivo y equivalentes al efectivo	374.407	650.263	1.984.903	989.396	1.073.971
Otros activos financieros corrientes	227.803	636.543	709.944	650.401	567.019
Otros activos no financieros corrientes	32.711	284.404	335.617	247.871	355.254
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	531.355	1.417.531	1.633.094	1.378.837	1.149.687
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	838	15.187	628	308	221
Inventarios corrientes	72.787	176.818	231.028	266.039	231.801
Activos por impuestos corrientes, corrientes	98.789	95.785	81.890	100.708	75.715
Total de activos corrientes distintos de los activo o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta o como mantenidos para distribuir a los propietarios	1.338.690	3.276.531	4.977.104	3.633.560	3.453.668
Activos no corrientes o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta o como mantenidos para distribuir a los propietarios	4.661	47.655	2.445	1.064	1.001
ACTIVOS CORRIENTES TOTALES	1.343.351	3.324.186	4.979.549	3.634.624	3.454.669
ACTIVOS NO CORRIENTES					
Otros activos financieros no corrientes	21.833	74.095	65.289	84.986	83.902
Otros activos no financieros no corrientes	15.205	307.987	272.276	342.813	345.011
Cuentas por cobrar no corrientes	7.491	50.612	100.775	30.465	9.031
Inversión contabilizadas utilizando el método de la participación	991	3.757	6.596		
Activos intangibles distintos de la plusvalía	64.923	2.382.399	2.093.308	1.880.079	1.618.109
Plusvalía	163.777	4.213.160	3.727.605	3.313.401	2.850.897
Propiedades, planta y equipo	5.927.982	11.807.076	10.982.786	10.773.076	10.676.356
Activos por impuestos corrientes, no corrientes	42.958			17.663	24.630
Activos por impuestos diferidos	60.148	163.067	402.962	407.323	299.844
TOTAL DE ACTIVOS NO CORRIENTES	6.305.308	19.002.153	17.651.597	16.849.806	15.907.780
TOTAL DE ACTIVOS	7.648.659	22.326.339	22.631.146	20.484.430	19.362.449

TABLA 58: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA - MILES DE DÓLARES					
ITEM / PERIODO	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	30-06-2015
PATRIMONIO Y PASIVOS					
PASIVOS					
PASIVOS CORRIENTES					
Otros pasivos financieros corrientes	582.257	2.047.330	2.039.787	1.624.615	1.541.608
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	645.086	1.689.990	1.557.736	1.489.396	1.504.935
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes	367	274	505	35	59
Otras provisiones a corto plazo	7.363	59.574	27.856	12.411	1.970
Pasivos por impuestos corrientes, corrientes	29.369	14.512	11.583	17.889	16.332
Otros pasivos no financieros corrientes	1.057.637	2.485.887	2.871.640	2.685.386	2.627.224
PASIVOS CORRIENTES TOTALES	2.322.079	6.297.567	6.509.107	5.829.732	5.692.128
PASIVOS NO CORRIENTES					
Otros pasivos financieros no corrientes	3.109.136	7.698.857	7.859.985	7.389.012	7.291.899
Cuentas por pagar no corrientes	354.930	1.085.601	922.887	577.454	586.508
Otras provisiones a largo plazo	22.385	1.306.872	1.122.247	703.140	611.939
Pasivo por impuestos diferidos	369.625	579.339	767.228	1.051.894	895.238
Provisiones no corrientes por beneficios a los empleados	13.132	38.095	45.666	74.102	81.480
Otros pasivos no financieros no corrientes		99.323	77.567	355.401	343.348
TOTAL DE PASIVOS NO CORRIENTES	3.869.208	10.808.087	10.795.580	10.151.003	9.810.412
TOTAL PASIVOS	6.191.287	17.105.654	17.304.687	15.980.735	15.502.540
PATRIMONIO					
Capital emitido	473.907	1.501.018	2.389.384	2.545.705	2.545.705
Ganancias (pérdidas) acumuladas	1.116.798	1.076.136	795.303	536.190	448.213
Acciones propias en cartera		203	178	178	178
Otras reservas	-145.381	2.535.100	2.054.312	1.320.179	767.258
Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora	1.445.324	5.112.051	5.238.821	4.401.896	3.760.998
Participaciones no controladoras	12.048	108.634	87.638	101.799	98.911
PATRIMONIO TOTAL	1.457.372	5.220.685	5.326.459	4.503.695	3.859.909
TOTAL DE PATRIMONIO Y PASIVOS	7.648.659	22.326.339	22.631.146	20.484.430	19.362.449

Fuente: Estados Financieros LATAM Airlines Group S.A.

12. ANEXO 3: ESTADO DE RESULTADOS LATAM

TABLA 59: ESTADO DE RESULTADOS - MILES DE DOLARES					
ITEM / PERIODO	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	30-06-2015
GANANCIA (PÉRDIDA)					
Ingresos de actividades ordinarias	5.585.440	9.710.372	12.924.537	12.093.501	5.005.455
Costo de ventas	4.078.598	7.634.453	10.054.164	9.624.501	3.963.067
GANANCIA BRUTA	1.506.842	2.075.919	2.870.373	2.469.000	1.042.388
Otros ingresos	132.804	220.156	341.565	377.645	198.541
Costos de distribución	479.829	803.619	1.025.896	957.072	388.906
Gastos de administración	405.716	888.654	1.136.115	980.660	465.771
Otros gastos, por función	214.411	311.753	408.703	401.021	150.710
Otras ganancias (pérdidas)	0	-45.831	-55.410	33.524	-382
GANANCIAS (PÉRDIDAS) DE ACTIVIDADES OPERACIONALES	506.651	246.218	585.814	541.416	235.160
Ingresos financieros	14.453	77.489	72.828	90.500	31.884
Costos financieros	139.077	294.598	462.524	430.034	205.583
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	458	972	1.954	-6.455	37
Diferencias de cambio	-256	66.685	-482.174	-130.201	-169.222
Resultados por unidades de reajuste	131	-22	214	7	476
GANANCIA (PÉRDIDA), ANTES DE IMPUESTOS	382.360	96.744	-283.888	65.233	-107.248
Gasto por impuestos a las ganancias	61.789	102.386	-20.069	-142.194	36.953
GANANCIA (PÉRDIDA)	320.571	-5.642	-263.819	-76.961	-70.295

Fuente: Estados Financieros LATAM Airlines Group S.A.

13. ANEXO 4: ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO LATAM

TABLA 60: ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO - MILES DE DÓLARES					
ITEM / PERIODO	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	30-06-2015
FLUJOS DE EFECTIVO PROCEDENTES DE (UTILIZADOS EN) ACTIVIDADES DE OPERACIÓN					
CLASES DE COBROS POR ACTIVIDADES DE OPERACIÓN					
Cobros procedentes de las ventas de bienes y prestación de servicios	5.966.464	10.258.473	13.406.275	13.367.838	5.701.558
Otros cobros por actividades de operación	52.012	57.763	4.638	96.931	43.060
CLASES DE PAGOS					
Pagos a proveedores por el suministro de bienes y servicios	4.286.394	7.153.865	9.570.723	8.823.007	-3.554.526
Pagos a y por cuenta de los empleados	883.297	1.938.769	2.405.315	2.433.652	-1.128.812
Otros pagos por actividades de operación	84.000	19.325	31.215	528.214	-151.537
Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) la operación	764.785	1.204.277	1.403.660	1.679.896	
Intereses recibidos	9.762	52.986	11.310	11.589	13.544
Impuestos a las ganancias reembolsados (pagados)	-626	3.018	83.033	108.389	-20.878
Otras entradas (salidas) de efectivo	-7.499	-50.433	76.761	-251.657	-93.879
FLUJOS DE EFECTIVO NETOS PROCEDENTES DE (UTILIZADOS EN) ACTIVIDADES DE OPERACIÓN	767.674	1.203.812	1.408.698	1.331.439	808.530
FLUJOS DE EFECTIVO PROCEDENTES DE (UTILIZADOS EN) ACTIVIDADES DE INVERSIÓN					
Flujos de efectivo procedentes de la pérdida de control de subsidiarias u otros negocios	47.337				
Flujos de efectivo utilizados para obtener el control de subsidiarias u otros negocios	3.541	3.223	5.517	-518	
Flujos de efectivo utilizados en la compra de participaciones no controladoras			497		
Otros cobros por la venta de patrimonio o instrumentos de deuda de otras entidades	9.201	386.379	270.485	524.370	200.455
Otros pagos para adquirir patrimonio o instrumentos de deuda de otras entidades	72		440.801	474.656	-204.439
Importes procedentes de la venta de propiedades, planta y equipo	93.787	73.429	225.196	564.266	22.191
Compras de propiedades, planta y equipo	1.367.025	2.389.364	1.381.786	1.440.445	490.229
Importes procedentes de ventas de activos intangibles	6.189	-	-	-	17
Compras de activos intangibles	27.615	59.166	43.484	55.759	-10.487
Importes procedentes de otros activos a largo plazo		38.035	22.144		
Dividendos recibidos	89	351			
Otras entradas (salidas) de efectivo	545	27.143	75.448	-17.399	23.671
FLUJOS DE EFECTIVO NETOS PROCEDENTES DE (UTILIZADOS EN) ACTIVIDADES DE INVERSIÓN	-1.241.105	-1.926.416	-1.278.812	-899.105	-458.821

TABLA 60: ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO - MILES DE DÓLARES					
ITEM / PERIODO	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	30-06-2015
FLUJOS DE EFECTIVO PROCEDENTES DE (UTILIZADOS EN) ACTIVIDADES DE FINANCIACIÓN					
Importes procedentes de la emisión de acciones	23.153	83.512	888.949	156.321	-
Pagos por adquirir o rescatar las acciones de la entidad		203		-4.661	45
Importes procedentes de préstamos	1.303.752	2.337.663	3.144.677	1.645.971	
Importes procedentes de préstamos de largo plazo	969.252	2.185.663	2.043.518	1.042.820	709.543
Importes procedentes de préstamos de corto plazo	334.500	152.000	1.101.159	603.151	45.000
Reembolsos de préstamos	883.402	539.332	1.952.013	2.315.120	-677.644
Pagos de pasivos por arrendamientos financieros	59.990	292.931	423.105	394.131	-158.113
Dividendos pagados	192.133	124.827	29.694	35.362	-17.836
Intereses pagados	121.338	227.607	361.006	368.789	-171.469
Otras entradas (salidas) de efectivo	146.849	-231.079	-62.013	-13.777	24.163
Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de financiación	216.891	1.005.196	1.205.795	-1.320.226	-246.311
Incremento (disminución) neto de efectivo y equivalentes al efectivo, antes del efecto de los cambios en la tasa de cambio	-256.540	282.592	1.335.681	-887.892	103.398
EFFECTOS DE LA VARIACIÓN EN LA TASA DE CAMBIO SOBRE EL EFECTIVO Y EQUIVALENTES AL EFECTIVO					
Efectos de la variación en la tasa de cambio sobre el efectivo y equivalentes al efectivo	-105	-6.736	-1.041	-107.615	-18.823
Incremento (disminución) neto de efectivo y equivalentes al efectivo	-256.645	275.856	1.334.640	-995.507	84.575
Efectivo y equivalentes al efectivo al principio del periodo	631.052	374.407	650.263	1.984.903	989.396
EFECTIVO Y EQUIVALENTES AL EFECTIVO AL FINAL DEL PERIODO	374.407	650.263	1.984.903	989.396	1.073.971

Fuente: Estados Financieros LATAM Airlines Group S.A.

14. ANEXO 5: IMPUESTO DE PRIMERA CATEGORÍA

Las tasas de impuesto históricas y futuras utilizadas a lo largo de este trabajo son aquellas publicadas por el Servicio de Impuestos Internos.

TABLA 61: TASAS DE IMPUESTO DE PRIMERA CATEGORÍA	
AÑOS COMERCIALES EN QUE SE APLICA LA TASA DE PRIMERA CATEGORÍA	TASAS DE PRIMERA CATEGORÍA
1977 al 1990	10,00%
1991 al 2001	15,00%
2002	16,00%
2003	16,50%
2004 hasta 2010	17,00%
2011 hasta 2013	20,00%
2014	21,00%
2015	22,50%
2016	24,00%
2017 y siguientes Contribuyentes del Artículo 14, letra A) LIR	25,00%
2017 Contribuyentes sujetos al Artículo 14, letra B) LIR	25,50%
2018 y siguientes Contribuyentes sujetos al Artículo 14, letra B) LIR	27,00%

Fuente: Servicio de Impuestos Internos