



VALORACIÓN DE EMPRESA LATAM AIRLINES GROUP S.A

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

**Alumno: Ignacio González Hevia
Profesor Guía: José Olivares Rojas**

Santiago, mayo 2017

DEDICATORIA

A Dios primeramente por considerarme a cada momento y por su amor hacia nosotros no importando religión o creencia.

A mis hijos Catalina y Tomás por su amor incomparable, quienes son mis fuerzas y motivo principal de mis logros y desafíos.

A mi esposa Nancy, por su ayuda en este proceso, por suplir el tiempo con los niños y por su apoyo incondicional en todo momento.

A mis padres por la educación y las enseñanzas de vida que son las que me han hecho ser un mejor hombre y me han permitido alcanzar las metas que me he propuesto.

A personas muy especiales que me ayudaron en este proceso de manera desinteresada y con entrega.

AGRADECIMIENTOS

A la casa de estudios Universidad de Chile, facultad de economía y Negocios de la cual me siento orgulloso por las enseñanzas y el alto nivel docente que esta tiene.

A Jose Olivares, Profesor Guía, por el tiempo dedicado en este proceso y por sus sugerencias y recomendaciones para el desarrollo de esta tesis.

A Marcelo Gonzalez, por sus enseñanzas de manera muy particular y cercana.

Al personal administrativo que no siendo docentes se comportaron de manera muy profesional y amable.

A mis compañeros por el apoyo fundamental en todo el proceso.

TABLA DE CONTENIDOS

VALORACIÓN DE EMPRESA	1
DEDICATORIA.....	2
AGRADECIMIENTOS	3
TABLA DE CONTENIDOS	4
ÍNDICE DE ILUSTRACIONES Y TABLAS	6
RESUMEN EJECUTIVO	8
METODOLOGÍA.....	9
1.DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA.....	10
1.1. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA.....	10
1.2. DESCRIPCIÓN DE LA INDUSTRIA.....	16
2. FINANCIAMIENTO VÍA BONOS DE LA EMPRESA	21
3. ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA.....	25
3.1. DEUDA FINANCIERA	25
3.2. PATRIMONIO ECONÓMICO	26
3.3. ESTRUCTURA DE CAPITAL OBJETIVO	27
4. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA	29
4.1. ESTIMACIÓN DEL BETA PATRIMONIAL DE LA EMPRESA	29
4.2. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA	31
5. ANÁLISIS Y PROYECCIÓN DE ESTADO DE RESULTADO	36
5.1. ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA.....	36
5.2. ANÁLISIS DE COSTOS DE OPERACIÓN.....	42
5.3. ANÁLISIS DE CUENTAS NO OPERACIONALES	44
5.4. ANÁLISIS DE ACTIVOS.....	45

6. PROYECCIÓN DE ESTADOS DE RESULTADOS.....	47
6.1. PROYECCIÓN DE INGRESOS OPERACIONALES.....	47
7. VALORACIÓN DE LA EMPRESA POR FLUJO DESCONTADO	56
7.1. AJUSTES AL ESTADO DE RESULTADOS.....	56
7.2. FLUJO DE CAJA LIBRE Y VALOR DE LA EMPRESA.....	63
8. CONCLUSIÓN	68
9. BIBLIOGRAFIA	69
10. ANEXO N°1: DETALLE DE BONOS.....	70
10.1. BONO LATAIR 7,25 09-06-2020.....	70
10.2. BONO LATAIR 4,2 15-11-2017.....	71
10.3. BONO LATAIR 4,5 15-11-2023.....	73
11. ANEXO N°2: ESTADO DE SITUACIÓN.....	74
12. ANEXO N°3: ESTADO DE RESULTADO	76
13. ANEXO N°4: ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO	77
14. ANEXO N°5: IMPUESTO DE PRIMERA CATEGORIA.....	79
15. ANEXO N°6: EBITDA COMPETENCIA DIRECTA “REUTERS”	80
16. ANEXO N°7: COSTO DEUDA (<i>Kb</i>) “REUTERS”	82

ÍNDICE DE ILUSTRACIONES Y TABLAS

ILUSTRACIÓN 1: PRINCIPALES GRUPOS CONTROLADORES	15
ILUSTRACIÓN 2: PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO	40
ILUSTRACIÓN 3: DISTRIBUCIÓN COSTOS OPERACIONALES A SEP-2016	43
ILUSTRACIÓN 4: EBITDA AVIANCA	80
ILUSTRACIÓN 5: EBITDA GOL	81
ILUSTRACIÓN 6: TASA COSTO DE DEUDA.....	82
TABLA 1: PRINCIPALES ACCIONISTAS	14
TABLA 2: PRINCIPALES COMPETIDORES.....	16
TABLA 3: EBITDA - AVIANCA HOLDINGS S.A.....	18
TABLA 4: EBITDA - GOL LNHAS AEREAS INT.S.A	20
TABLA 5: DEUDA FINANCIERA - MILES DE USD	25
TABLA 6: PATRIMONIO ECONÓMICO - MILES USD	26
TABLA 7: ESTRUCTURA DE CAPITAL OBJETIVO PATRIMONIO ECONÓMICO - MILES USD	27
TABLA 8: ESTRUCTURA DE CAPITAL OBJETIVO PATRIMONIO CONTABLE - MILES USD	28
TABLA 9: ESTRUCTURA DE CAPITAL OBJETIVO.....	28
TABLA 10: BETA DE LA ACCIÓN USANDO IGPA Y MODELO DE RETORNOS DE MERCADO	30
TABLA 11: BETA PARA VALORACIÓN	30
TABLA 12: ESTRUCTURA DE CAPITAL Y TASA DE IMPUESTO PROMEDIO	33
TABLA 13: TASAS DE CRECIMIENTO REALES DE LAS VENTAS - EN MILES USD .	36
TABLA 14: TASAS DE CRECIMIENTO REALES DE LAS VENTAS POR "LINEA DE NEGOCIO"	37
TABLA 15: TASAS DE CRECIMIENTO REALES DE LA INDUSTRIA.....	38
TABLA 16: PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO DE LA INDUSTRIA.....	39
TABLA 17: RESUMEN DE TASAS DE CRECIMIENTO	41
TABLA 18: DISTRIBUCIÓN COSTOS DE OPERACIÓN Y PESOS RELATIVOS	43

TABLA 19: DISTRIBUCIÓN COSTOS NO OPERACIONALES	44
TABLA 20: CLASIFICACIÓN DE ACTIVOS DE LA EMPRESA	45
TABLA 21: RESUMEN DE TASAS DE CRECIMIENTO	47
TABLA 22: PROYECCIÓN INGRESOS DE OPERACIÓN - EN MILES USD	48
TABLA 23: PROYECCIÓN OTROS INGRESOS DE OPERACIÓN - EN MILES USD... 48	
TABLA 24: ESTADO DE RESULTADO Y RELACIÓN PORCENTAJE DE INGRESOS	49
TABLA 25: PROYECCIÓN DE COSTOS DE OPERACIONES	50
TABLA 26: PROYECCIÓN CUENTAS NO OPERACIONALES EN MILES USD.....	52
TABLA 27: GANANCIA ANTES DE IMPUESTO - MILES DE USD.....	53
TABLA 28: GANANCIA / PÉRDIDA - MILES DE USD	54
TABLA 29: PROYECCIÓN ESTADO DE RESULTADO 2016 A 2020 - EN MILES USD	55
TABLA 30: DEPRECIACIÓN Y AMORTIZACIÓN - EN MILES USD.....	56
TABLA 31: INVERSIÓN EN REPOSICION - EN MILES USD.....	57
TABLA 32: INVERSIÓN EN REPOSICIÓN IGUAL A DEPRECIACIÓN EJERCICIO - EN MILES USD	57
TABLA 33: INVERSIÓN EN ACTIVO FIJO HISTORICA - EN MILES USD	58
TABLA 34: INVERSIÓN EN ACTIVO FIJO "PROYECTADA" - EN MILES USD	58
TABLA 35: CAPITAL DE TRABAJO OPERACIONAL NETO - EN MILES USD.....	59
TABLA 36: INVERSIÓN EN CAPITAL DE TRABAJO	60
TABLA 37: DEUDA FINANCIERA - MILES USD	62
TABLA 38: PROYECCIÓN ESTADO DE RESULTADO 2016 A 2020 - EN MILES USD	¡ERROR! MARCADOR NO DEFINIDO.
TABLA 39: VALOR DE LOS ACTIVOS AL 30-09-2016	66
TABLA 40: VALOR DE LA EMPRESA AL 30-09-2016. ¡ERROR! MARCADOR NO DEFINIDO.	
TABLA 41: VALOR ECONÓMICO DEL PRECIO DE LA ACCIÓN AL 30-09-2016	67
TABLA 42: BONO LATAIR 7,25 09-06-2020	70
TABLA 43: BONO LATAIR 4,2 15-11-2027	71
TABLA 44: BONO LATAIR 4,5 15/11/2023.....	73
TABLA 45: ESTADO DE SITUACION FINANCIERA - EN MILES USD	74
TABLA 46: ESTADO DE SITUACION FINANCIERA - EN MILES USD	75
TABLA 47: ESTADO DE RESULTADOS - EN MILES USD	76
TABLA 48: ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO - MILES DE DÓLARES	77

RESUMEN EJECUTIVO

El presente desarrollo del trabajo tiene como objetivo establecer la valoración de la empresa LATAM Airlines Group S.A., la cual viene de la fusión en el año 2012 de LAN empresa Chilena y TAM empresa Brasileña, en adelante será denominada como LATAM.

Para establecer supuestos de valoración se realizaron análisis de la industria en la que opera para ver las variables y antecedentes que puedan utilizarse en la valoración.

La metodología para la valoración será en base a la valoración por Flujo descontado, y para ello se han analizados datos y supuestos consistentes los cuales nos permitirán construir un flujo de caja libre, la cual descontaremos a una tasa de Costo de Capital de la empresa (WACC), la que corresponderá a la determinación de los bonos emitidos y la deuda financiera, la que determinará la base de costo de capital o tasa de descuento de los flujos proyectados.

Después de realizar un análisis a las tasas de crecimiento de LATAM, de la industria y las perspectivas de mercado, se determinó que dado los malos resultados y la situación compleja que presenta durante los 3 últimos periodos, se ha considerado dejar la tasa de un 5,5% (tasa de mercado) para la proyección de crecimiento a partir del cierre del año 2017.

Para finalizar y una vez ajustados los estados de resultados proyectados, se obtuvieron los flujos de caja libre y el valor de la empresa (descontado a tasa WACC).

LATAM Airlines Group S.A, empresa líder del mercado latinoamericano, en un complejo escenario que para aumentar el valor de la compañía deberá tener la capacidad de revertir los malos resultados.

Te invito a ver en forma detallada el análisis de trabajo.

METODOLOGÍA

Los métodos más conocidos en valoración son las opciones reales, descuento por dividendos, múltiplos o comparables y flujo de caja descontados, este último modelo es el ocupado en la valoración de este estudio.

El método de Flujo de caja descontado (FCD) es uno de los métodos de valoración más sólidos, por cuanto cuenta con la generación de flujos que una empresa puede o es capaz de generar, a partir de los activos que esta posee o por las actividades operacionales. Este método es aplicable a empresas financiadas con patrimonio o financiadas con deuda, y para obtener el valor de la empresa, se calcula el valor de dichos flujos utilizando una tasa de descuento apropiada de acuerdo con el riesgo y las volatilidades históricas.

La contabilidad no puede proveernos directamente de los flujos de caja libre, porque esta utiliza un enfoque de lo devengado, y los ingresos, costos y gastos son utilizados con criterios no arbitrarios, alterando y distorsionando el cálculo de flujo caja (dinero percibido).

1.DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA

1.1. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA

Latam Airlines Group S.A, es una sociedad anónima abierta que se origina a partir de la fusión de 2 grandes compañías en el año 2012 con LAN, empresa Chilena dedicada al transporte aéreo y de carga y TAM, empresa Brasileña, dedicada al transporte de pasajeros y carga con destinos domésticos e internacionales.

ANTECEDENTES

Razón Social : LATAM AIRLINES GROUP S.A

Rut : 89.862.200-2

Nemotécnico : LAN (Bolsa de Santiago), LATAM33 (BM&FB Bovespa), LFL (NYSE)

Industria : Aeronáutica (transporte de pasajeros y carga por vía aérea)

REGULACIÓN

Dentro de las entidades que regulan a LATAM tenemos a:

- SVS (Superintendencia de valores y seguros)
- DGAC (Dirección General de Aeronáutica Civil)
- SEC (Securities and Exchange Commission) EE.UU, ADRs
- CVM (Comissão Valores Mobiliários) Brasil, BDRs

TIPO DE OPERACIÓN

LATAM, su principal negocio es el transporte de Pasajero y Carga, para los mercados domésticos de Chile, Perú, Argentina, Colombia, Ecuador y Oceanía. Y con filiales que operan en el negocio de carga en México, Brasil y Colombia.

El promedio de empleados al 31 de diciembre del 2015 es de 50.413 (informe auditado memoria 2015),

Las acciones de Latam son cotizadas en las Principales Bolsas de Chile, Nueva York (ADRs) y Sao Paulo (BDRs).

FILIALES

LATAM, presenta las siguientes filiales al cierre del periodo 30 de septiembre 2016:

Lantours División Servicios Terrestres S.A y filial

Es una empresa fundada en el año 2010, el objetivo de la sociedad es la explotación, administración y representación del rubro hotelero, naviero y turismo a nivel nacional como internacional.

Inmobiliaria Aeronáutica S.A

Sociedad constituida el 01 de agosto de 1995 cuyo objetivo principal es realizar adquisiciones y enajenaciones de bienes raíces y de derechos sobre ellos; el desarrollo, planificación, enajenación y construcción de inmuebles y proyectos inmobiliarios; el arrendamiento, administración y cualquier otra forma de explotación de bienes raíces, ya sea por cuenta propia o de terceros.

Lan Pax Group S.A y filiales

Sociedad Anónima constituida el 27 de septiembre del 2001 cuyo objetivo es 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.

Lan Perú S.A

Sociedad anónima constituida el 14 de febrero de 1997 y cuyo objetivo es prestación de servicios de transporte aéreo de pasajeros, carga y correo, a nivel nacional e internacional, de conformidad con la legislación de aeronáutica civil.

Lan Chile Investments Limited y Filial

Sociedad constituida el 30 de julio 1999, su objeto social es el de realizar inversiones en toda clase de bienes, sean estos muebles o inmuebles, corporales o incorporales.

Lan Cargo S.A

Sociedad constituida el 22 de mayo de 1970 cuyo objetivo principal es 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.

Inversiones Lan S.A y Filiales

Constituida el 23 enero de 1990, cuyo objetivo es realizar inversiones en toda clase de bienes, sean éstos muebles o inmuebles, corporales o incorporales.

Technical Training Latam S.A

Su objeto social es proveer servicios de entrenamiento técnico.

Tam S.A y Filiales

Cuyo objetivo es participar en calidad de accionista en otras sociedades, especialmente en empresas que exploten servicios de transporte aéreo regular de ámbito nacional e internacional y otras actividades conexas, relacionadas o complementarias al transporte aéreo regular.

12 MAYORES ACCIONISTAS

Los principales accionistas de la propiedad de la empresa Latam Airlines Group S.A, al cierre del periodo 30 de septiembre 2016 son:

TABLA 1: PRINCIPALES ACCIONISTAS			
NOMBRE	Nº de acciones suscritas	Nº de acciones pagadas	% de propiedad
Costa Verde Aeronáutica S.A	90.427.620	90.427.620	16,58%
Costa Verde Aeronáutica Tres SPA	35.300.000	35.300.000	6,47%
Tep Chile S.A	30.254.075	30.254.075	5,55%
Banco de Chile por cuenta de terceros no residentes	28.473.807	28.473.807	5,22%
J P Morgan Chase Bank	26.667.145	26.667.145	4,89%
Inversiones Nueva Costa Verde Aeronáutica Ltda	23.578.077	23.578.077	4,32%
Banco Itau corpbanca por cta. de inversionistas extranjeros	20.947.448	20.947.448	3,84%
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%
Costa Verde Aeronáutica SPA	12.000.000	12.000.000	2,20%
Banchile C de B S A	11.285.553	11.285.553	2,07%

Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) - Septiembre 2016

Principales Grupos Controladores

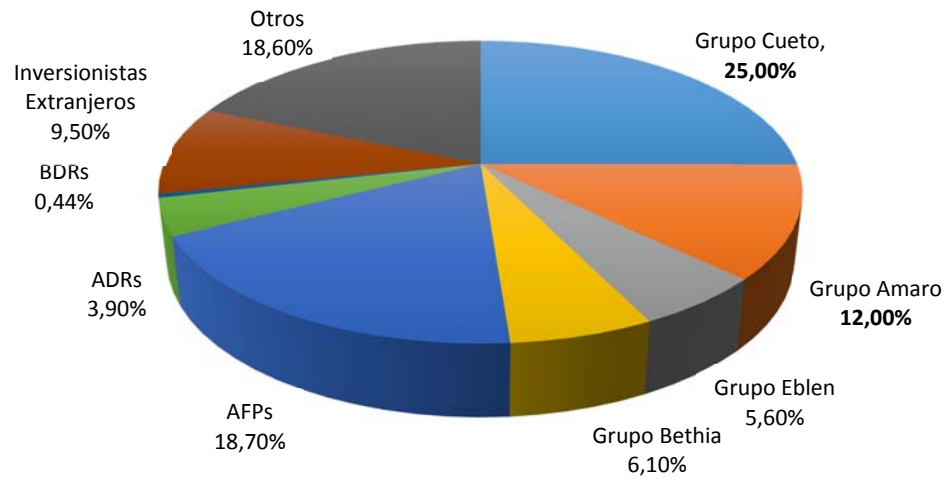


Ilustración 1: Principales Grupos Controladores

1.2. DESCRIPCIÓN DE LA INDUSTRIA

El negocio principal de las aerolíneas es el transporte de carga y pasajeros los cuales cuentan con crecimientos distintos, para el negocio de pasajeros tenemos el internacional, cuyos vuelos operan fuera del país y los domésticos los cuales corresponden a vuelos dentro del país, dentro de los competidores directos de LATAM tenemos a *Avianca holdings S.A.*, con negocios de competencia directa en Perú y Colombia y a *Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A.*, con un negocio de competencia directa en Brasil.

Dentro del negocio directo en Chile tenemos a *SKY* que representa un 17,5% del mercado nacional Versus un 81,8% que posee LATAM y para estos efectos no será comparable en la presentación.

Ficha de competencia directa y comparable:

TABLA 2: PRINCIPALES COMPETIDORES			
ITEM / CIA	LATAM-2015	GOL-2015	AVIANCA-2015
Ingresos Anuales	USD9,740 millones	USD9,778 millones	USD4,361 millones
Flota	330	143	181
Ciudades que Cubren	144	63 (52 Domésticos)	100

Fuente: Reuters

AVIANCA

Nombre de la Empresa : Avianca Holdings S.A
Nemotécnico : AVH(NYSE);PFAVH (BVC)

Clase de Acción

Acciones Ordinarias, Acciones Preferentes (BVC) y ADRs (NYSE)

Derecho de Clase

AL 30 de septiembre 2016 las acciones ordinarias son 660.800.003 y las acciones preferentes 34.507.917 sumando un total de 1.001.307.920 acciones.

Mercado donde Transa sus acciones

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

Descripción de la Empresa (*profile*)

La sociedad inversionista constituida en el año 2010, se consolidan las inversiones en un grupo de compañías que incluyen principalmente varias aerolíneas con operación internacional y doméstica (Colombia, Perú y Ecuador), con una flota 181 aeronaves, y con vuelos en forma directa a más de 100 ciudades con más de 1300 destinos en el mundo.

Sector e Industria

Transporte de pasajeros y Carga vía aérea, también cuenta con una agencia de viajes y operador turístico y servicio de apoyo a empresas (programa de viajero frecuente).

Negocios en que se encuentra

Avianca concentra el 87% de su negocio total en el transporte de pasajeros y el transporte de carga lo maneja a través de su empresa Tampa Cargo S.A y prestan servicios de administración a través de su programa Viajero frecuente (*Lifesmiles*).

Su información financiera se encuentra representada en sus EBITDA en la siguiente Tabla:

TABLA 3: EBITDA - AVIANCA HOLDINGS S.A	
AÑO	MILES USD
2015	USD464.000
2016 (PROYECTADO)	USD527.000

Fuente: Plataforma Reuters

GOL

Nombre de la Empresa : Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A
Nemotécnico : GOLL4 (Sao Paulo); GOL (NYSE); GOLN (México)

Clase de Acción

Acciones Ordinarias, Acciones Preferentes

Derecho de Clase

AL 30 de septiembre 2016 las acciones ordinarias son 143.900.000 y las acciones preferentes 132.900.000 sumando un total de 276.800.000 acciones.

Mercado donde Transa sus acciones

NYSE (New York Stock Exchange) BM&FBVOVESPA (Bolsa de Valores de Brasil) BMV (Bolsa de Valores México).

Descripción de la Empresa (profile)

Aerolínea de origen Brasileño Fundada en 2001, hoy sirve a 63 destinos de los cuales 52 son domésticos y 11 internacionales en 13 países (casi 900 vuelos diarios) con una flota de 143 aeronaves. Hoy cuenta con una participación del 36,1% en el mercado nacional y del 12,47% en el internacional (Abea), empleando a más de 18 mil personas.

Sector e Industria

Transporte de Pasajero y Carga vía aérea

Negocios en que se encuentra

Gol tiene participación en las líneas de negocios de Transporte Aéreo de pasajeros y de carga, su información financiera está representada en su EBITDA en la siguiente tabla:

TABLA 4: EBITDA - GOL LNHAS AEREAS INT.S.A	
AÑO	MILES USD
2015	USD352.000
2016 (PROYECTADO)	USD404.000

Fuente: Plataforma Reuters

2. FINANCIAMIENTO VÍA BONOS DE LA EMPRESA

LATAM al 30-09-2016 presenta una emisión de bonos realizada en el año 2015 y dos bonos inactivos de fecha 29-05-2015, cuyo detalle se presenta a continuación (fuente usada REUTERS):

2.1 BONO LATAIR 7.25 09-06-2020

Bono	144-A / REGS LATAIR 7,25 09/06/2020
Nemotécnico	EK9599573 / EK9599516 (ID de Bloomberg)
Fecha de Emisión	09 de Junio 2015
Valor Nominal (VN o D)	USD500.000.000
Moneda	USD
Tipo de Colocación	Extranjera (EE:UU y EUROPA)
Fecha de Vencimiento	09 de Junio 2020
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (k_d)	7.25% anual
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	10
Tabla de Pagos	Ver ANEXO 10.1
Periodo de Gracia	Sin Periodo de Gracia
Motivo de la Emisión	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\$300.000.000, en el evento de existir cualquier remanente financiar otros fines corporativos generales
Clasificación de Riesgo	BB-
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	7.129% anual
Precio de venta el día de la emisión.	US\$ 502.500.000
Valor de Mercado	100,5 (Sobre la Par)

2.2 BONO LATAIR 4.2 15-11-2027

Bono (INACTIVOS)	144-A / REGS LATAIR 4,2 15/11/2027
Nemotécnico	EK9154700/ EK9179459 (ID de Bloomberg)
Fecha de Emisión	29 de Mayo 2015
Valor Nominal (VN o D)	US\$ 845.213.000
Moneda	USD
Tipo de Colocación	Extranjera (EE:UU y EUROPA)
Fecha de Vencimiento	15 de Noviembre de 2027
Tipo de Bono	Francés
Tasa Cupón (k_d)	4.2% Annual
Periodicidad	Trimestral
Número de pagos (N)	50
Tabla de Pagos	Ver ANEXO 10.2
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 de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	4.164% anual
Precio de venta el día de la emisión.	US\$ 847.326.032,50 (USD845.213.000X100.25)
Valor de Mercado	100,25 (Sobre la Par)

2.2 BONO LATAIR 4.5 15-11-2023

Bono (INACTIVOS)	144-A / REGS LATAIR 4,5 15/11/2023
Nemotécnico	EK9154882/ EK9179814 Número ID de Bloomberg
Fecha de Emisión	29 de Mayo 2015
Valor Nominal (VN o D)	US\$ 175.610.000
Moneda	USD
Tipo de Colocación	Extranjera (EEUU y EUROPA) "Pass Through" EETC
Fecha de Vencimiento	15 de Noviembre de 2023
Tipo de Bono	Francés
Tasa Cupón (k_d)	4.5% anual
Periodicidad	Trimestral
Número de pagos (N)	34
Tabla de Pagos	Ver ANEXO 10.3
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 de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	4,447% anual
Precio de venta el día de la emisión.	US\$ 176.049.025 (USD175.610.000X100,25)
Valor de Mercado	100,25 (Sobre la Par)

3. ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA

Se ha determinado la estructura de capital de la empresa utilizando estados financieros consolidados bajo Normas IFRS, cuyos periodos analizados son desde el año 2012 al 30 de septiembre 2016.

3.1. DEUDA FINANCIERA

Para establecer la deuda financiera y considerando las cuentas bajo la norma IFRS, es que se ha establecido, en consideración para el cálculo las siguientes cuentas:

- Préstamos que devengan intereses (corriente)
- Otros pasivos financieros (corriente)
- Préstamos que devengan intereses (No corriente)
- Otros pasivos financieros (No corriente)

La deuda financiera para los periodos 2012 al 30 de septiembre 2016, se presentan en el siguiente cuadro:

TABLA 5: DEUDA FINANCIERA - MILES DE USD					
ITEM / PERIODOS	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	31-12-2015	30-09-2016
Pasivos Financieros Corriente	2.047.330	2.039.787	1.624.615	1.644.235	1.877.987
Obligaciones con el Público (Bonos)					
Pasivos incluidos en grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta					
Total Pasivos Financieros Corriente	2.047.330	2.039.787	1.624.615	1.644.235	1.877.987
Pasivos Financieros No Corriente	7.698.857	7.859.985	7.389.012	7.532.385	7.234.727
Obligaciones con el Público (Bonos)					
Total Pasivos Financieros No Corriente	7.698.857	7.859.985	7.389.012	7.532.385	7.234.727
Deuda Financiera	9.746.187	9.899.772	9.013.627	9.176.620	9.112.714

Fuente: Estados Financieros Latam Airlines Group S.A

3.2. PATRIMONIO ECONÓMICO

Para determinar el Patrimonio económico se ha obtenido del total de las acciones suscritas para los periodos del 2012 al 30 de septiembre 2016, el valor de cada acción se ha obtenido de la Bolsa de Comercio de Santiago.

En el análisis de patrimonio se ha establecido el patrimonio Económico versus el Patrimonio contable.

El primero se ve distorsionado por la caída del precio de la acción en el tiempo, para el año 2015 y el periodo septiembre 2016, podemos observar que tanto el patrimonio Económico como el contable tienden a ser de manera más similar como se refleja en el siguiente cuadro:

TABLA 6: PATRIMONIO ECONÓMICO - MILES USD					
ITEM / PERIODOS	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	31-12-2015	30-09-2016
Acciones Suscritas	479.098.052	535.243.229	545.547.819	545.547.819	545.558.101
Precio de Acción \$ ¹	11.251	8.255	7.064	3.722	5.288
Precio de Acción USD	23,51	15,76	11,63	5,26	8,02
Patrimonio Económico MUSD	11.262.708	8.435.477	6.345.054	2.870.501	4.377.014
Patrimonio Contable MUSD (*)	5.220.685	5.326.459	4.503.695	2.937.548	3.541.084

Fuente: Elaboración Propia (*) para efectos de comparación

¹ Bolsa de Comercio Santiago

3.3. ESTRUCTURA DE CAPITAL OBJETIVO

La Estructura de capital objetivo se ha determinado utilizando la información de la deuda financiera y el patrimonio económico quedando con los siguientes ratios:

B: Deuda Financiera

P: Patrimonio Económico

V: Valor económico de la empresa (B+P)

Las siguientes estructuras han sido calculadas tomando el Patrimonio Económico y el Patrimonio Contable, este último para efectos de comparación, los promedios obtenidos como estructura han sido determinados considerando los periodos 2014 y parcial al 30 de septiembre 2016, quedando de la siguiente manera:

TABLA 7: ESTRUCTURA DE CAPITAL OBJETIVO PATRIMONIO ECONÓMICO - MILES USD					
ITEM / PERIODOS	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	31-12-2015	30-09-2016
Deuda Financiera	9.746.187	9.899.772	9.013.627	9.176.620	9.112.714
Patrimonio	11.262.708	8.435.477	6.345.054	2.870.501	4.377.014
Total (valor Empresa)	21.008.895	18.335.249	15.358.681	12.047.121	13.489.728
% Deuda / Valor empresa (B/V)	0,46	0,54	0,59	0,76	0,68
% Patrimonio / Valor empresa (P/V)	0,54	0,46	0,41	0,24	0,32
% Deuda/ Patrimonio (B/P)	0,87	1,17	1,42	3,20	2,08
RATIOS	Promedio	Mediana	Desv Estándar	Máximo	mínimo
B/V	0,67	0,72	0,06	0,76	0,46
P/V	0,33	0,28	0,06	0,54	0,24
B/P	2,23	2,64	0,79	3,20	0,87

Fuente: Elaboración Propia

TABLA 8: ESTRUCTURA DE CAPITAL OBJETIVO PATRIMONIO CONTABLE - MILES USD					
ITEM / PERIODOS	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	31-12-2015	30-09-2016
Deuda Financiera	9.746.187	9.899.772	9.013.627	9.176.620	9.112.714
Patrimonio	5.220.685	5.326.459	4.503.695	2.937.548	3.541.084
Total (valor Empresa)	14.966.872	15.226.231	13.517.322	12.114.168	12.653.798
% Deuda / Valor empresa (B/V)	0,65	0,65	0,67	0,76	0,72
% Patrimonio / Valor empresa (P/V)	0,35	0,35	0,33	0,24	0,28
% Deuda/ Patrimonio (B/P)	1,87	1,86	2,00	3,12	2,57
	Promedio	Mediana	Desv Estándar	Máximo	mínimo
B/V	0,71	0,67	0,05	0,76	0,65
P/V	0,29	0,33	0,05	0,35	0,24
B/P	2,57	2,00	0,55	3,12	1,86

Fuente: Elaboración Propia

Debido a su fuerte apalancamiento que LATAM trae a lo largo de los periodos, y al difícil escenario incluso para pagar la deuda actual, y aún más complicado el escenario de contraer más deuda, es que la Estructura de capital objetivo será la presentada al 30 de septiembre 2016 del patrimonio económico quedando representado en:

TABLA 9: ESTRUCTURA DE CAPITAL OBJETIVO	
ITEM	VALOR
B/V	0,68
P/V	0,32
B/P	2,08

Fuente: Elaboración Propia

4. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA

4.1. ESTIMACIÓN DEL BETA PATRIMONIAL DE LA EMPRESA

En esta valoración se ha calculado el Beta (β) de la Acción de LATAM utilizando el método de Mercado ($R_{it} = \alpha + \beta_i R_{mt} + \epsilon$) obteniendo la información de la siguiente manera:

- Desde la Plataforma Reuters, se han descargado los precios del índice IGPA y los precios de la acción de LATAM, de forma semanal para los periodos 2010 al 30-09-2016, utilizando los precios de cierres del último día hábil de cada semana.
- Los retornos semanales para la acción de LATAM y para el IGPA se calcularon utilizando la fórmula:

$$R_t = \left(\frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \right)$$

Donde:

P_t : Precio de la acción en la semana "t"

R_t: Retorno de la acción en la semana "t"

- Utilizando 2 años de muestra han sido considerados 105 retornos y mediante el modelo de mercado ($R_{it} = \alpha + \beta_i R_{mt} + \epsilon$) se ha estimado el Beta de la acción para los periodos 2012 al 30 de septiembre 2016.

Con los datos obtenidos de la estimación de los betas y registrando la presencia bursátil para cada uno de los años se ha obtenido la siguiente tabla:

TABLA 10: BETA DE LA ACCIÓN USANDO IGPA Y MODELO DE RETORNOS DE MERCADO					
ITEM / PERIODOS	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	31-12-2015	30-09-2016
Beta de la Acción	1,1126	1,5156	1,7044	1,9709	2,3688
p-value (significancia)	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Presencia Bursátil (%)	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Elaboración Propia

Para esta valoración utilizaremos el Beta obtenido del periodo 30 de septiembre 2016, el cual fue determinado utilizando el indicador IGPA y el modelo de retorno de mercado quedando de la siguiente manera:

TABLA 11: BETA PARA VALORACIÓN	
ITEM	30-09-2016
Beta de la Acción	2,3688
p-value (significancia)	0,0000
Presencia Bursátil (%)	100%

Fuente: Elaboración Propia

4.2. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA

La nomenclatura a utilizar en esta sección será la siguiente:

- R_f : Tasa libre de riesgo
- PRM : Premio por riesgo de mercado
- T_c : Tasa de impuesto corporativo
- B_d : Beta de la deuda
- $B_{p\ c/d}$: Beta de la acción (Beta Patrimonial con Deuda)
- $B_{p\ s/d}$: Beta Patrimonial Sin Deuda
- K_b : Tasa costo de la deuda
- K_p : Tasa costo patrimonio
- K_o : Tasa costo capital
- B : Deuda
- P : Patrimonio
- V : Valor de la empresa (B+P)

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

- R_f : Tasa Libre de riesgo corresponderá 1.96%, BCU-20
- PRM : Premio por riesgo de Mercado corresponderá a 6.76%, Provisto por Damodaran
- T_c : Tasa de impuesto corporativo corresponderá a la de cada año y consistente con la estructura de capital objetivo.

COSTO DE LA DEUDA (k_b)

La YTM registrada al 30-09-2016 del Bono 144-A / REGS LATAIR 7,25 09/06/2020 es de 6,624%, la que será utilizada como tasa para el costo de la deuda (ver anexo 16).

Tenemos que:

K_b	6,624%
-------------------------	---------------

BETA DE LA DEUDA (β_d)

Utilizando CAPM, la tasa de costo de la deuda (K_b) y PRM, es posible determinar el Beta de la deuda mediante la siguiente ecuación:

$$K_b = R_f + PRM * \beta_d$$

$$6,624\% = 1,96\% + 6,76\% * \beta_d$$

$$\beta_d = 0,6899$$

β_d	0,6899
-----------------------------	---------------

BETA DE LA ACCIÓN ($\beta_p^{c/d}$)

El Beta de la Acción fue determinado utilizando el indicador IGPA y el modelo de retorno de mercado del periodo 30 de septiembre 2016 utilizando 105 retornos semanales (2 años)

$\beta_p^{c/d}$	2,3688
-----------------	---------------

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

El Beta patrimonial sin deuda ($\beta_p^{s/d}$), se ha obtenido desapalancando la beta patrimonial con deuda ($\beta_p^{c/d}$), como la deuda es riesgosa se utilizará Rubinstein para desapalancar el beta, los parámetros adicionales que se usaran será la estructura de capital y la tasa de impuesto corporativo, utilizaremos los promedios de los periodos 2014 y parcial al 30 de septiembre 2016, obteniendo lo siguiente:

TABLA 12: ESTRUCTURA DE CAPITAL Y TASA DE IMPUESTO PROMEDIO						
ITEM / PERIODOS	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	31-12-2015	30-09-2016	Promedio
B/V	0,46	0,54	0,59	0,76	0,68	0,67
P/V	0,54	0,46	0,41	0,24	0,32	0,33
B/P	0,87	1,17	1,42	3,20	2,08	2,23
TC	20,0%	20,0%	21,0%	22,5%	24%	23%

Fuente: Elaboración Propia

Dada la siguiente tabla tenemos que:

$$\beta p^{c/d} = \beta p^{s/d} \times \left[1 + (1 - Tc) \left(\frac{B}{P} \right) \right] - \beta d(1 - Tc) \left(\frac{B}{P} \right)$$

$$2,3688 = \beta p^{s/d} [1 + (1 - 23\%) * 2,23] - 0,6899 * (1 - 23\%) * 2,23$$

$\beta p^{s/d}$	1,3047
-----------------	---------------

BETA PATRIMONIAL CON DEUDA ($\beta_p^{C/D}$)

El Beta patrimonial con deuda ($\beta_p^{c/d}$), se obtendrá apalancando el beta patrimonial sin deuda ($\beta_p^{s/d}$), con la estructura de capital objetivo de la empresa y la tasa de impuesto corporativo a largo plazo cuya información es entregada por el Servicios de Impuestos Internos (Anexo: 5 tabla N°49):

Rubinstein (deuda riesgosa LATAM)

$$\beta p^{c/d} = \beta p^{s/d} \times \left[1 + (1 - Tc) \left(\frac{B}{P} \right) \right] - \beta d(1 - Tc) \left(\frac{B}{P} \right)$$

$$\beta p^{c/d} = 1,3047 [1 + (1 - 27\%) * 2,08] - 0,6899 * (1 - 27\%) * 2,08$$

$\beta p^{c/d}$	2,2391
-----------------	---------------

COSTO PATRIMONIAL CON DEUDA (K_p)

Utilizando CAPM y El Beta patrimonial con deuda (B_p c/d), los cuales incluyen la Estructura de Capital Objetivo tenemos que:

$$K_p = R_f + PRM * \beta_p^{c/d}$$

$$K_p = 1,96\% + 6,76\% * 2,2391$$

K_p	17,10%
-------------------------	---------------

COSTO DE CAPITAL (K_o)

Para finalizar y utilizando la fórmula de Costo de capital Promedio ponderado (WACC), la estructura de capital objetivo y los valores de K_p y K_o , tenemos que:

$$K_o = K_b * \left(\frac{B}{V}\right) * (1 - tc) + K_p * \left(\frac{P}{V}\right)$$

$$K_o = 6,624\% * 0,68 * (1 - 27\%) + 17,10\% * 0,32$$

K_o	8,81%
-------------------------	--------------

5. ANÁLISIS Y PROYECCIÓN DE ESTADO DE RESULTADO

5.1. ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA

TASAS DE CRECIMIENTO REALES DE LATAM AIRLINES GROUP S.A

Para determinar las Tasas de crecimiento de LATAM se han utilizado los Estados de Resultados Consolidados bajo la norma IFRS desde el año 2012 al 30 de septiembre 2016, de la partida “Ingreso de actividades ordinarias” (ventas) se ha obtenido la siguiente información:

TABLA 13: TASAS DE CRECIMIENTO REALES DE LAS VENTAS - EN MILES USD					
ITEM / PERIODOS	2012	2013	2014	2015	2016-09-30
Ingreso de actividades ordinarias	9.722.189	12.924.537	12.093.501	9.740.045	6.566.882
Tasa de Crecimiento	74,06%	32,94%	-6,43%	-19,46%	-11,60%

Fuente: Elaboración Propia - Base de Información EE.FF LATAM

Los “Ingreso de actividades ordinarias” (ventas) se presentan en la siguiente tabla, separados por línea de negocio para un mejor análisis, y la tasa de crecimiento es calculada en relación al periodo anterior presentando la siguiente información:

TABLA 14: TASAS DE CRECIMIENTO REALES DE LAS VENTAS POR "LINEA DE NEGOCIO"							
ITEM / PERIODOS	2012	2013	2014	2015	2015-09-30	2016-09-30	Promedio
Pasajeros LAN	7.978.664	4.731.295	4.464.761	4.241.918	3.169.485	3.051.063	
Pasajeros LATAM	0	6.330.262	5.915.361	4.168.696	3.264.886	2.714.248	
Carga	1.743.525	1.862.980	1.713.379	1.329.431	994.548	801.571	
Total Ingreso de actividades ordinarias	9.722.189	12.924.537	12.093.501	9.740.045	7.428.919	6.566.882	
Tasa de Crecimiento Pasajeros	99,02%	38,64%	-6,16%	-18,97%		-10,40%	20,43%
Tasa de Crecimiento Carga	10,59%	6,85%	-8,03%	-22,41%		-19,40%	-6,48%
Total Tasa de Crecimiento	74,06%	32,94%	-6,43%	-19,46%		-11,60%	13,90%

Fuente: Elaboración Propia - Base de Información EE.FF LATAM

Las Líneas de negocios se presentan separadas de LAN y LATAM a partir del año 2013, posterior a la fusión, las tasas de crecimiento nos muestran una baja en el tiempo con valores negativos desde el año 2014 al 30 de septiembre 2016.

TASAS DE CRECIMIENTOS REALES DE LA INDUSTRIA

Las tasas de crecimientos reales de la industria de transporte aéreo de pasajeros y carga, han sido obtenidos de la Asociación Internacional de Transporte Aéreo (IATA), para los años 2012 al 2015 y parcial al 30 de septiembre 2016.

TABLA 15: TASAS DE CRECIMIENTO REALES DE LA INDUSTRIA						
ITEM / PERIODOS	2012	2013	2014	2015	2016-09-30	Promedio
Pasajeros	5,2%	5,6%	5,9%	5,6%	7,0%	5.9%
Carga	-2,7%	0,4%	5,8%	3,5%	6,1%	2.6%

Fuente: Elaboración Propia - Base de Información Asociación Internacional de Transporte Aéreo (IATA)

Para los promedios obtenidos:

- **Transporte de Pasajeros 5,9%**, este promedio de tasa se encuentra en torno al 5.5% (tasa proyectada a 10 años).
- **Transporte de Carga 2,6%**, este promedio es poco comparable por los distintos niveles que este ítem tiene en el tiempo, no se puede utilizar para obtener conclusiones.

PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO DE LA INDUSTRIA

Boeing, La mayor compañía a nivel mundial ha entregado en su informe anual “Boeing current Market Outlook 2016-2035”, las perspectivas de crecimiento para 20 años, mostrado en la siguiente tabla:

TABLA 16: PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO DE LA INDUSTRIA		
ITEM	PASAJEROS	CARGA
Crecimiento 2016-2035	4,80%	4,20%

Fuente: Perspectivas de Mercado 2016-2035 Boeing

Los crecimientos reales de la industria y las perspectivas de crecimiento se encuentran en niveles de 4,5% a 5,5%.

Las perspectivas de crecimiento de la industria entregada por Boeing nos indica que el crecimiento estará dado por 39.620 nuevas aviones valorados en 5.9 billones de USD, siendo el mercado asiático el mayor demandante con 15.130 aviones, seguido por Norteamérica por 8.330 y dejando a Latinoamérica en 5to lugar con 2.960 aviones según la siguiente distribución:

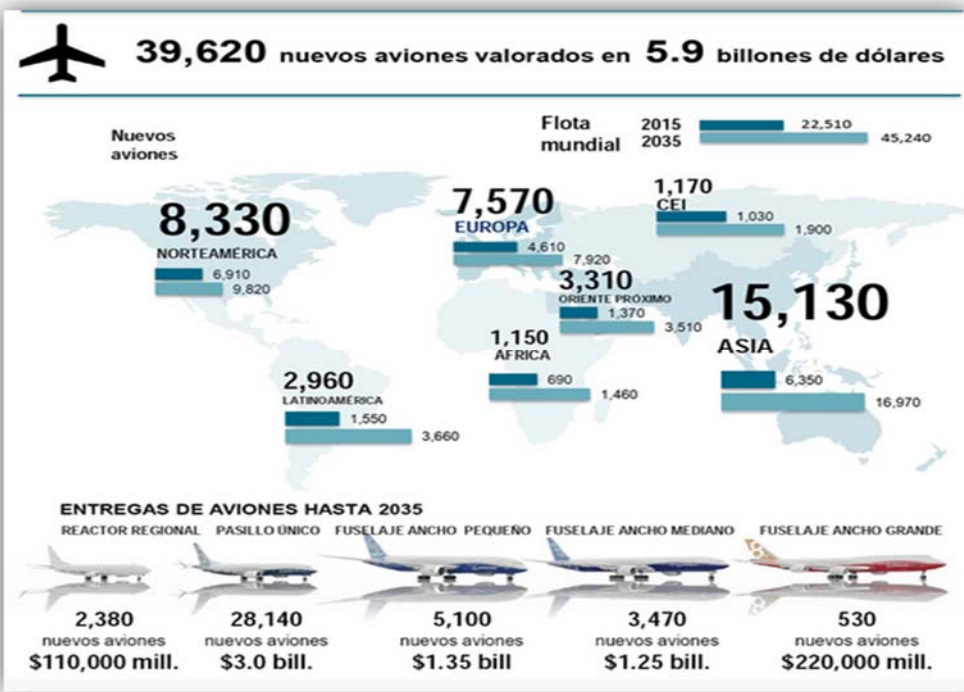


Ilustración 2: Perspectivas de Crecimiento

RESUMEN DE TASAS DE CRECIMIENTO

Para LATAM con una clara tendencia a la baja en sus tasas de crecimiento, incluso con valores negativos en los últimos 3 periodos, resulta muy difícil que esta pueda crecer a tasa de 2 dígitos (20,4%) ya que este promedio se ve fuertemente influenciado por el año 2012 (año de Fusión) por lo tanto una tasa del 5.5% resulta más conservadora para nuestro análisis ya que esta se encuentra dentro de los parámetros de las tasas reales de crecimiento (5.9%) y las perspectivas de crecimiento (4.8%)

TABLA 17: RESUMEN DE TASAS DE CRECIMIENTO						
ITEM / PERIODOS	2012	2013	2014	2015	2016-09-30	PROMEDIO
Tasa de Crecimiento Pasajeros Latam	99,02%	38,64%	-6,16%	-18,97%	-10,40%	20,4%
Tasa de crecimiento REAL industria Pasajeros	5,2%	5,6%	5,9%	5,6%	7,0%	5,9%
Perspectiva 2016-2035 Mundial Pasajeros	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	4,8%
Tasa de Crecimiento Carga Latam	10,59%	6,85%	-8,03%	-22,41%	-19,40%	-6,5%
Tasa de crecimiento REAL industria Carga	-2,7%	0,4%	5,8%	3,5%	6,1%	2,6%
Perspectiva 2016-2035 Mundial Carga	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	4,2%

Fuente: Elaboración Propia

5.2. ANÁLISIS DE COSTOS DE OPERACIÓN

Los costos de operación de LATAM los podemos clasificar en:

Gastos de Personal

- Sueldos y salarios
- Beneficios a corto plazo
- Beneficios por terminación
- Otros gastos de personal

Costos y Gastos de operación

- Combustible
- Otros arriendos y tasas aeronáuticas
- Arriendo de Aviones
- Mantenimiento
- Comisiones
- Servicio de pasajeros
- Otros costos de operación

Depreciación y Amortización

- Depreciación
- Amortización

Según la clasificación de los estados financieros de LATAM podemos encontrar el siguiente detalle de los costos de operación:

TABLA 18: DISTRIBUCIÓN COSTOS DE OPERACIÓN Y PESOS RELATIVOS										
ITEM / PERIODOS	2012		2013		2014		2015		2016-09-30	
Gastos de personal	1.908.915	20%	2.492.769	20%	2.350.102	20%	2.072.805	22%	1.454.607	22%
Combustible	3.434.569	36%	4.414.249	35%	4.167.030	35%	2.651.067	28%	1.499.625	23%
Otros Arriendos y tasas aeronáuticas	1.048.342	11%	1.373.061	11%	1.327.238	11%	1.109.826	12%	792.241	12%
Arriendo Aviones	313.038	3%	441.077	3%	521.238	4%	525.134	5%	419.599	6%
Mantenimiento	297.618	3%	477.086	4%	452.731	4%	437.235	5%	289.643	4%
Comisiones	308.941	3%	408.671	3%	365.508	3%	302.774	3%	194.659	3%
Servicios de pasajeros	239.848	2%	331.405	3%	300.325	3%	295.439	3%	210.505	3%
Otros costos de operación	1.316.095	14%	1.644.827	13%	1.487.672	12%	1.293.320	13%	1.011.207	15%
Depreciación	739.973	8%	985.317	8%	943.731	8%	897.670	9%	680.815	10%
Amortización	31.140	0%	56.416	0%	47.533	0%	36.736	0%	32.948	1%
TOTAL COSTO OPERACIÓN	9.638.479	100%	12.624.878	100%	11.963.108	100%	9.622.006	100%	6.585.849	100%

Fuente: Elaboración Propia - Notas a los EE.FF. Latam Airlines Group

La mayor concentración de costos se encuentra en Combustible 22,77%, Gastos de personal 22,09% y en otros costos de operación 15,35%, la considerable baja en el precio del combustible en el 2015 hizo que esta bajara de un 35% año 2014 a un 28% el 2015



Ilustración 3: Distribución Costos Operacionales a Sep-2016

5.3. ANÁLISIS DE CUENTAS NO OPERACIONALES

Las Cuentas no operacionales “recurrentes” para los periodos 2012 al 30 de septiembre 2016 son obtenidas de los estados financieros, cuyos ingresos financieros y costos financieros se presentan neteados y el promedio obtenido está conformado por los periodos 2014 y parcial al 30 de septiembre 2016:

TABLA 19: DISTRIBUCIÓN COSTOS NO OPERACIONALES						
ITEM / PERIODOS	2012	2013	2014	2015	2016-09-30	Promedio
Costos financieros ²	-217.109	-389.696	-339.534	-338.277	-257.416	-311.742
Participación en las ganancias (perdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	972	1.954	-6.455	37	0	-2.139
Diferencias de cambio ²	66.685	-482.174	-130.201	-467.896	132.814	-155.094
Resultado por unidades de reajuste	-22	214	7	481	309	266

Fuente: Elaboración Propia - Base de Información EE.FF LATAM

En este apartado destacamos las cuentas relevantes

- **Costos Financieros²** (Ingresos financieros – costos financieros), Estos corresponden a pagos de intereses financieros por préstamos bancarios requeridos para el financiamiento de las operaciones e inversiones, y por el riesgo de tasa de interés variable y las deudas a largo plazo a las que se encuentra expuesta la compañía por las fluctuaciones que esta tenga, para lo cual LATAM con el fin de disminuir el riesgo de una eventual alza en la tasa de interés, mantiene vigente contratos Swap y opciones call de tasas de interés.
- **Diferencia de cambio²**, Como compañía LATAM está expuesta a la diferencia de cambio por sus operaciones en diversos países (Brasil, Chile, Argentina, Colombia, etc.), siendo su moneda funcional el dólar estadounidense. Para el año 2015 la pérdida por diferencia de cambio de MUS\$467.896, está dado principalmente por la devaluación del real brasilero en el año.

² Memoria anual Latam 2015

5.4. ANÁLISIS DE ACTIVOS

CLASIFICACIÓN DE ACTIVOS DE LA EMPRESA

Con información obtenida de los estados financieros de LATAM, podemos realizar la siguiente clasificación entre cuentas operacionales y no operacionales, según la siguiente tabla:

TABLA 20: CLASIFICACIÓN DE ACTIVOS DE LA EMPRESA		
ACTIVOS CORRIENTES	2016-09-30	CLASIFICACIÓN
	MUSD	
Efectivo y equivalentes al efectivo	708.376	Operacional
Otros activos financieros corrientes	697.739	Operacional
Otros activos no financieros corrientes	289.036	Operacional
Deudores comerciales y otras por cobrar corrientes	916.124	Operacional
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	498	Operacional
Inventarios corrientes	222.814	Operacional
Activos por impuestos corrientes, corrientes	74.572	Operacional
Activos no corrientes para su disposición clasificados como mantenidos para la venta o como mantenidos para distribuir a los propietarios	40.786	No Operacional
Activos corrientes totales	2.949.945	-
ACTIVOS NO CORRIENTES	2016-09-30	CLASIFICACIÓN
	MUSD	
Otros activos financieros no corrientes	104.777	Operacional
Otros activos no financieros no corrientes	331.539	Operacional
Cuentas por cobrar no corrientes	8.940	Operacional
Activos intangibles distintos de la plusvalía	1.606.451	Operacional
Plusvalía	2.723.629	No Operacional
Propiedades, planta y equipo	10.899.582	Operacional
Activos por impuestos corrientes, no corrientes	25.629	Operacional
Activos por impuestos diferidos	389.666	Operacional
Total de activos no corrientes	16.090.213	-
TOTAL ACTIVOS	19.040.158	-

Fuente: Elaboración Propia - Base de Información EE.FF LATAM

ACTIVOS NO OPERACIONALES

De los activos no operacionales clasificados tenemos “Activos no corrientes para su disposición clasificados como mantenidos para la venta o como mantenidos para distribuir a los propietarios”, cuyo monto es inmaterial para efectos de la presentación y la cuenta “Plusvalía”, cuyo monto al 30 de septiembre de 2016 es de MUSD2.723.769.

Plusvalía

Es la que representa todo exceso 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.

6. PROYECCIÓN DE ESTADOS DE RESULTADOS

6.1. PROYECCIÓN DE INGRESOS OPERACIONALES

La distribución de las líneas de negocios de sus ingresos después de la fusión (LAN-TAM año 2012), quedaron de una manera representativa en 85% transporte de pasajeros y 15% transporte de carga, para obtener una proyección de los ingresos debemos establecer una tasa para aplicar, la cual obtendremos en base a los apartados anteriores, teniendo la siguiente tabla como resumen de estos:

TABLA 21: RESUMEN DE TASAS DE CRECIMIENTO						
ITEM / PERIODOS	2012	2013	2014	2015	2016-09-30	Promedio
Tasa de Crecimiento Pasajeros Latam	99,02%	38,64%	-6,16%	-18,97%	-10,40%	20,4%
Tasa de crecimiento REAL industria Pasajeros	5,2%	5,6%	5,9%	5,6%	7,0%	5,9%
Perspectiva 2016-2035 Mundial Pasajeros	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	4,8%
Tasa de Crecimiento Carga Latam	10,59%	6,85%	-8,03%	-22,41%	-19,40%	-6,5%
Tasa de crecimiento REAL industria Carga	-2,7%	0,4%	5,8%	3,5%	6,1%	2,6%
Perspectiva 2016-2035 Mundial Carga	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	4,2%

Fuente: Elaboración Propia

- Las tasas de crecimiento de LATAM se ven distorsionadas mayormente por el año 2012 (año de fusión de LATAM), por otro lado, estimar una tasa de crecimiento de 2 dígitos es una posición demasiado optimista por lo que el promedio de 20.4% está sobrevalorado.
- Las tasas de crecimiento reales de la industria de pasajeros 5.9%, es un promedio aceptable para el mercado, pero no para LATAM que no ha tenido crecimiento en los últimos 3 periodos incluso con valores negativos.
- Las tasas de Perspectiva Mundial en cuanto a carga 4.2%, observamos que no tiene relación ni tendencia al comparar con las tasas de crecimientos reales y las tasas determinadas para LATAM.

RESUMEN DE PROYECCIÓN

En transporte de pasajeros y carga para los años 2016 al 2020, la tasa de proyección a ocupar será de un 5.5% para pasajeros y 2.6% para carga para efectos de esta valoración, teniendo en cuenta que las tasas de crecimiento en los últimos años para Latam han sido negativos.

En consecuencia, para la proyección los supuestos estarán dados por lo siguiente:

Transporte pasajero	5.5% anual (2016-2020)
Transporte pasajero	2016 (1/3 + a septiembre 2016)
Transporte carga	2,6% anual (2016-2020)
Transporte carga	2016 (1/3 + a septiembre 2016)

TABLA 22: PROYECCIÓN INGRESOS DE OPERACIÓN - EN MILES USD									
ITEM / PERIODOS	INGRESOS REALES				INGRESOS PROYECTADOS				
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Trasporte de pasajeros	7.978.664	11.061.557	10.380.122	8.410.614	7.687.081	8.109.871	8.555.914	9.026.489	9.522.946
Trasporte de carga	1.743.525	1.862.980	1.713.379	1.329.431	1.068.761	1.096.549	1.125.059	1.154.311	1.184.323
Total Ingresos actividades ordinarias	9.722.189	12.924.537	12.093.501	9.740.045	8.755.843	9.206.420	9.680.973	10.180.800	10.707.269
Crecimiento de transporte pasajeros	99,02%	38,64%	-6,16%	-18,97%	1/3 Sep 2016	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Crecimiento de transporte de carga	10,59%	6,85%	-8,03%	-22,41%	1/3 Sep 2016	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%

Fuente: Elaboración Propia - Base de Información EE.FF LATAM

TABLA 23: PROYECCIÓN OTROS INGRESOS DE OPERACIÓN - EN MILES USD						
ITEM / PERIODOS	2016-09-30	2016	2017	2018	2019	2020
Otros Ingresos	390.894	521.192	549.858	580.100	612.005	645.665
Otras ganancias (pérdidas)	-3.202	-4.269	-4.504	-4.752	-5.013	-5.289
Proyección	n/a	1/3 Sep 2016	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%

Fuente: Elaboración Propia - Base de Información EE.FF LATAM

6.2. PROYECCIÓN DE COSTOS DE OPERACIÓN

La proyección de costos se efectuó como porcentaje de los ingresos de los periodos analizados para el año 2012 a 2015 y parcial al 30 de septiembre 2016, presentando un total de 98,94% en los Costos de Operación (costos de Ventas, costo de distribución, Gastos de administración, Otros gastos por función), reflejados en la siguiente tabla:

TABLA 24: ESTADO DE RESULTADO Y RELACIÓN PORCENTAJE DE INGRESOS						
EN MILES DE USD	2012	2013	2014	2015	2016-09-30	Promedio
Ingreso de actividades ordinarias	9.722.189	12.924.537	12.093.501	9.740.045	6.566.882	
costo de ventas	7.642.643	10.054.164	9.624.501	7.636.709	5.154.915	
Relación % de Ingresos	78,61%	77,79%	79,58%	78,41%	78,50%	78,58%
Costo de distribución	803.619	1.025.896	957.072	783.304	552.057	
Relación % de Ingresos	8,27%	7,94%	7,91%	8,04%	8,41%	8,11%
Gastos de administración	869.504	1.136.115	980.660	878.006	557.655	
Relación % de Ingresos	8,94%	8,79%	8,11%	9,01%	8,49%	8,67%
Otros gastos, por función	311.753	408.703	401.021	323.987	321.222	
Relación % de Ingresos	3,21%	3,16%	3,32%	3,33%	4,89%	3,58%
Total Costos de Operación % relación de ingresos						98,94%

Fuente: Elaboración Propia - Base de Información EE.FF LATAM

Para la proyección de los costos de operación se ha usado un criterio conservador ya que se considera poco probable realizar una gestión para reducir los costos analizados, debido a que estos presentan una estructura lineal a través de los años analizados (2012 a 2015 y parcial al 30 de septiembre 2016), es por esto que la proyección ha tomado los porcentajes analizados en la tabla anterior a la proyección de ingresos constante determinada en apartados anteriores (ver tabla 20).

TABLA 25: PROYECCIÓN DE COSTOS DE OPERACIONES						
EN MILES DE USD	% Ingresos	2016	2017	2018	2019	2020
Ingreso de actividades ordinarias	100%	8.755.843	9.206.420	9.680.973	10.180.800	10.707.269
costo de ventas	78,58%	6.880.159	7.234.214	7.607.108	7.999.861	8.413.550
Costo de distribución	8,11%	710.381	746.938	785.439	825.991	868.705
Gastos de administración	8,67%	759.117	798.182	839.324	882.659	928.303
Otros gastos, por función	3,58%	313.507	329.640	346.632	364.528	383.379

Fuente: Elaboración Propia - Base de Información EE.FF LATAM

6.3. PROYECCIÓN DE RESULTADO NO OPERACIONAL

Las cuentas de resultado No operacionales son recurrentes para los periodos 2012 al 2015 y parcial 30 de septiembre 2016 y estos se proyectan bajo la siguiente base:

- **Costos Financieros:** Para la proyección de los costos financieros se tomó los valores que estos presentaron para los periodos 2014 y parcial al 30 de septiembre 2016 obteniendo un promedio. Estos costos financieros se encuentran neteados de los ingresos financieros, dentro de las cuentas NO operacionales estos son los de mayor relevancia.
- **Participación en las Ganancias:** Están proyectados según los valores que estos presentaron para los periodos 2014 y parcial al 30 de septiembre 2016 obteniendo un promedio de estos.
- **Diferencia de Cambio:** La moneda funcional de LATAM, es el dólar estadounidense, y este posee filiales cuya moneda funcional es distinta al dólar estadounidense, dentro de las cuales tenemos: el real Brasileño, el peso Chileno, y el peso Colombiano. Del total de los ingresos, el 55% corresponde al dólar Estadounidense y el 30% al real Brasileño. Para reducir el impacto de las diferencias de cambios, LATAM realiza contratos forward de moneda, pero aun así resulta complejo realizar una cobertura por el 100%, siendo este su principal objetivo de neutralizar estas diferencias, es por eso que esta proyección de igual manera que las anteriores, está en base al promedio de los periodos 2014 y parcial al 30 de septiembre 2016, esperando cada periodo que esta sea igual a cero.
- **Resultado por unidades de ajuste:** este ítem es inmaterial y se proyectara por el promedio de los periodos 2014 y parcial al 30 de septiembre 2016.

TABLA 26: PROYECCIÓN CUENTAS NO OPERACIONALES EN MILES USD					
ITEM / PERIODO	2016	2017	2018	2019	2020
Costos financieros	-311.742	-311.742	-311.742	-311.742	-311.742
Participación en las ganancias (perdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	-2.139	-2.139	-2.139	-2.139	-2.139
Diferencias de cambio	-155.094	-155.094	-155.094	-155.094	-155.094
Resultado por unidades de reajuste	266	266	266	266	266

Fuente: Elaboración Propia

6.4. GANANCIA ANTES DE IMPUESTO

Para la determinación de las tasas de descuento se han considerado las notas de los Estados financieros del 30 de Septiembre 2016, la cual señala que con fecha 08 de Febrero 2016 se publicó la ley N°20.899 que simplifica el sistema de tributación a la renta y que en su principal modificación impone a la sociedad LATAM a tributar mediante el “Sistema de Tributación Parcialmente Integrado”, lo cual deja sin efecto la opción de elegir por el “Sistema de Tributación de Renta Atribuida”, la cual nos señala que la tasas de descuento a partir del año 2018 será de 27%, y para los periodos 2016 y 2017 las tasas a aplicar serán publicadas por el Servicio de impuestos Internos.

Considerando lo anterior y aplicando las tasas de descuento de acuerdo al “Sistema de tributación Parcialmente Integrado”, se ha determinado lo siguiente:

TABLA 27: GANANCIA ANTES DE IMPUESTO - MILES DE USD					
ITEM / PERIODO	PROYECTADO				
	2016	2017	2018	2019	2020
Ganancias antes de impuesto	325.909	174.090	209.108	246.042	284.999
Gasto por impuesto a las ganancias	-263.120	-44.393	-56.459	-66.431	-76.950
Tasas SII	-	25,5%	27%	27%	27%

Fuente: Elaboración Propia

6.5. GANANCIA O PÉRDIDA

Una vez calculados los impuestos en el punto anterior podemos obtener la siguiente ganancia o pérdida para cada año:

TABLA 28: GANANCIA / PÉRDIDA - MILES DE USD					
ITEM / PERIODO	PROYECTADO				
	2016	2017	2018	2019	2020
Ganancias antes de impuesto	325.909	174.090	209.108	246.042	284.999
Gasto por impuesto a las ganancias	-263.120	-44.393	-56.459	-66.431	-76.950
Ganancia / Pérdida	62.789	129.697	152.649	179.611	208.050

Fuente: Elaboración Propia

6.6. PROYECCIÓN ESTADOS DE RESULTADOS

La Proyección del estado de resultado ha sido confeccionada en base a los supuestos de los apartados anteriores, la cual nos arroja el siguiente Estado de Resultados:

TABLA 29: PROYECCIÓN ESTADO DE RESULTADO 2016 A 2020 - EN MILES USD						
ITEM /PERIODO	REAL	PROYECTADO				
	2016-09-30	2016	2017	2018	2019	2020
Ingreso de actividades ordinarias	6.566.882	8.755.843	9.206.420	9.680.973	10.180.800	10.707.269
costo de ventas	-5.154.915	-6.873.220	-7.234.214	-7.607.108	-7.999.861	-8.413.550
Ganancia Bruta	1.411.967	1.882.623	1.972.206	2.073.865	2.180.939	2.293.719
Otros ingresos, por función	390.894	521.192	549.858	580.100	612.005	645.665
Costo de distribución	-552.057	-736.076	-746.938	-785.439	-825.991	-868.705
Gastos de administración	-557.655	-743.540	-798.182	-839.324	-882.659	-928.303
Otros gastos, por función	-321.222	-428.296	-329.640	-346.632	-364.528	-383.379
Otras ganancias (pérdidas)	-3.202	-4.269	-4.504	-4.752	-5.013	-5.289
Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales	368.725	491.633	642.801	677.818	714.753	753.710
Costos financieros	-257.416	-343.221	-311.742	-311.742	-311.742	-311.742
Participación en las ganancias (perdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	0	0	-2.139	-2.139	-2.139	-2.139
Diferencias de cambio	132.814	177.085	-155.094	-155.094	-155.094	-155.094
Resultado por unidades de reajuste	309	412	266	266	266	266
Ganancias antes de impuesto	244.432	325.909	174.090	209.108	246.042	284.999
Gasto por impuesto a las ganancias	-197.340	-263.120	-44.393	-56.459	-66.431	-76.950
GANANCIAS DEL EJERCICIO	47.092	62.789	129.697	152.649	179.611	208.050

Fuente: Elaboración Propia

7. VALORACIÓN DE LA EMPRESA POR FLUJO DESCONTADO

7.1. AJUSTES AL ESTADO DE RESULTADOS

DEPRECIACIÓN DEL EJERCICIO Y AMORTIZACIÓN DE INTANGIBLES

La depreciación y amortización de intangibles corresponden a los activos como Plantas y equipos (aviones), propiedades, edificios, instalaciones fijas y accesorios.

LATAM utiliza el método de depreciación lineal, es por eso que para los efectos de calcular la proyección de la depreciación y amortización se ha calculado en base a lo consumido a septiembre 2016, sumándole 1/3 más para el cierre al 31 de diciembre 2016 quedando en forma constante hasta el año 2020.

TABLA 30: DEPRECIACIÓN Y AMORTIZACIÓN - EN MILES USD						
ITEM / PERIODO	REAL	PROYECCIÓN				
	2016-09-30	2016	2017	2018	2019	2020
Depreciación	680.815	907.753	907.753	907.753	907.753	907.753
Amortización	32.948	43.931	43.931	43.931	43.931	43.931
Total	713.763	951.684	951.684	951.684	951.684	951.684

Fuente: Elaboración Propia - Base de Información EE.FF LATAM

INVERSIÓN EN REPOSICIÓN

LATAM, en la memoria del año 2013 en su reporte de Sostenibilidad destaca las inversiones comprometidas hasta el año 2020 de USD12.213 millones para renovación de su flota, el plan consiste en reducir el número de modelos operados, retirando los modelos menos eficientes por modelos más adecuados para los distintos mercados. El año 2014 se invirtió USD1.440 millones y el año 2015 se invirtió USD1.570 millones, quedando una inversión proyectada para los años 2016-2020 a USD9.203 millones (en 5 años), representado por año USD1.841 millones. Para estimar la inversión de reposición a utilizar se presentan 2 supuestos:

Supuesto N°1 (Reporte sostenibilidad año 2013)

TABLA 31: INVERSIÓN EN REPOSICION - EN MILES USD					
ITEM / PERIODO	2016	2017	2018	2019	2020
Inversión Total	1.840.561	1.840.561	1.840.561	1.840.561	1.840.561
Inversión en Activo Fijo	181.493	181.493	181.493	181.493	181.493
Total Inversión Reposición	1.659.068	1.659.068	1.659.068	1.659.068	1.659.068

Fuente: Elaboración Propia

Supuesto N°2 (Inversión de reposición igual a depreciación del ejercicio)

TABLA 32: INVERSIÓN EN REPOSICIÓN IGUAL A DEPRECIACIÓN EJERCICIO - EN MILES USD					
ITEM / PERIODO	2016	2017	2018	2019	2020
Depreciación	907.753	907.753	907.753	907.753	907.753
Amortización	43.931	43.931	43.931	43.931	43.931
Total Inversión Reposición	951.684	951.684	951.684	951.684	951.684

Fuente: Elaboración Propia

Este resultado de inversión de reposición MUSD951.684, es un criterio más conservador y realista debido a los altos niveles de leverage que LATAM posee y la poca probabilidad que se cumpla el supuesto N°1, por lo tanto, la proyección estará dada bajo el supuesto N°2.

ESTIMACIÓN DE NUEVAS INVERSIONES

Para la estimación de las nuevas inversiones consideraremos las compras históricas de activo fijo en relación al porcentaje de ingresos, debido a que la estimación en base al CAPEX de LATAM no se encuentra disponible y no es información pública.

TABLA 33: INVERSIÓN EN ACTIVO FIJO HISTORICA - EN MILES USD						
ITEM / PERIODO	2012	2013	2014	2015	PROYEC-2016	PROMEDIO
Compras Propiedades, planta y equipos	2.389.364	1.381.786	1.440.445	1.569.749	696.605	1.133.177
Ingresos de actividades ordinarias	9.722.189	12.924.537	12.093.501	9.740.045	8.755.843	9.247.944
Compra Activo fijo % ingresos	25%	11%	12%	16%	8%	12%

Fuente: Elaboración Propia

La Inversión futura de activos estará dada por el promedio desde el año 2015 a 2016, este último ha sido proyectado por lo real al 30 de septiembre 2016 más un 1/3 de este, no considerando los periodos anteriores por distorsionar la muestra y así mantener un solo criterio de valoración conservador, por lo tanto, el promedio de inversión futura de activos será de MUSD1.133.177

Utilizando estos datos menos la inversión de reposición proyectada tenemos que la inversión en activo fijo para el periodo 30 de septiembre 2016 será de MUSD111.570 (1/3 mas periodo 30 de septiembre 2016) y para los periodos 2017 a 2020 será de MUSD181.493 representado en la siguiente tabla:

TABLA 34: INVERSIÓN EN ACTIVO FIJO "PROYECTADA" - EN MILES USD						
ITEM / PERIODO	2016	2017	2018	2019	2020	
Inversión total en Activos	1.133.177	1.133.177	1.133.177	1.133.177	1.133.177	
Inversión en reposición	-951.684	-951.684	-951.684	-951.684	-951.684	
Inversión Activo Fijo Proyectada	111.570	181.493	181.493	181.493	181.493	

Fuente: Elaboración Propia

INVERSIÓN EN CAPITAL DE TRABAJO

El capital de trabajo se refiere específicamente al Capital de trabajo operacional neto (CTON) que corresponde al diferencial entre activos corrientes que no devengan intereses y pasivos corrientes que no devengan intereses y está compuesto por:

CTON:

- (+) Existencias
- (+) Valores negociables
- (-) Proveedores
- (-) Acreedores varios
- (-) Cuentas por pagar

Para determinar la inversión de capital de trabajo tomaremos el CTON histórico y el promedio de este.

TABLA 35: CAPITAL DE TRABAJO OPERACIONAL NETO - EN MILES USD						
ITEM / PERIODO	2012	2013	2014	2015	30/09/2016	PROMEDIO
Deudores comerciales y otras cuentas x cobrar-corrientes	2.882.960	4.663.558	3.266.503	2.531.835	2.611.275	-
Inventarios	181.283	231.028	266.039	224.908	222.814	-
Activo corriente Neto	3.064.243	4.894.586	3.532.542	2.756.743	2.834.089	-
Cuentas comerciales y otras cuentas corrientes por pagar	-1.652.955	-1.557.736	-1.489.373	-1.483.957	-1.539.219	-
Pasivo corriente Neto	-1.652.955	-1.557.736	-1.489.373	-1.483.957	-1.539.219	-
CTON	1.411.288	3.336.850	2.043.169	1.272.786	1.294.870	-
Ventas	9.722.189	12.924.537	12.093.501	9.740.045	6.566.882	-
RCTON (CTON % Ventas)	14,52%	25,82%	16,89%	13,07%	19,72%	18,00%

Inv. A 09-2016
22.084

Fuente: Elaboración Propia

La inversión de capital de trabajo requerida por LATAM, estará dada por la inversión al 30 de septiembre 2016 (MUSD22.084) más 1/3 de esta, quedando en MUSD29.445 para el cierre del año 2016 y para los siguientes periodos será por el promedio de CTON obtenido del porcentaje de ventas de los periodos 2012 al 2015 y parcial 30 de septiembre 2016 (18,00%), y el diferencial de ingresos de actividades ordinarias proyectadas entre un periodo y otro quedando expresado en la siguiente formula:

*Inversión de Capital de trabajo= RCTON promedio * (Ventas t+1 – Ventas t):*

TABLA 36: INVERSIÓN EN CAPITAL DE TRABAJO – EN MILES USD						
ITEM / PERIODO	2016	2017	2018	2019	2020	2021-oo
Ingresos de actividades ordinarias	8.755.843	9.206.420	9.680.973	10.180.800	10.707.269	10.707.269
Inversión en Capital de trabajo	29.445	85.433	89.983	94.780	0	0

Fuente: Elaboración Propia

Para la determinación del Déficit / Exceso de capital de trabajo se ha calculado comparando el valor requerido para el periodo 2016 menos el valor registrado en los estados financieros de Latam al 30 de septiembre 2016 obteniendo la siguiente tabla:

DÉFICIT / EXCESO DE CAPITAL DE TRABAJO	30-09-16	2016
	MUSD	MUSD
Ingresos de Actividades Ordinarias	6.566.882	8.755.843
CTON	1.294.870	1.576.308
Delta CTON		281.438
Déficit/Exceso de capital de trabajo	-281.438	

Fuente: Elaboración Propia

ACTIVOS PRESCINDIBLES

Los activos prescindibles con los que LATAM cuenta al 30 de septiembre 2016 y presentado, es la cuenta “Plusvalía” con un valor de MUS\$2.723.629 mencionado como Activo No operacional en apartado anteriores (ver tabla 19).

Esta cuenta al ser como definición “El exceso de adquisición sobre valor justo de un activo”, no será considerado en la proyección de nuestro análisis al no tener un valor por si solo y estar asociado.

DEUDA FINANCIERA

La deuda financiera presentada por LATAM en apartado 3.1 para los periodos 2012 al 2015 y parcial 30 de septiembre 2016 es:

TABLA 37: DEUDA FINANCIERA - MILES USD					
ITEM / PERIODOS	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	31-12-2015	30-09-2016
Deuda Financiera	9.746.187	9.899.772	9.013.627	9.176.620	9.112.714

Fuente: Estados Financieros Latam Airlines Group S.A

7.2. FLUJO DE CAJA LIBRE Y VALOR DE LA EMPRESA

AJUSTE AL ESTADO DE RESULTADOS

Una vez determinada la proyección de Inversión de Reposición, Activo Fijo y Capital de Trabajo, procederemos a efectuar los ajustes para obtener el valor de Caja Libre y Valor Terminal para LATAM.

TABLA 38: PROYECCIÓN ESTADO DE RESULTADO 2016 A 2020 - EN MILES USD						
ITEM / PERIODO	PROYECTADO					
	2016	2017	2018	2019	2020	2021-oo
Utilidad (Pérdida) Estado de Resultado	62.789	129.697	152.649	179.611	208.050	208.050
AJUSTES						
(+) Depreciación	907.753	907.753	907.753	907.753	907.753	907.753
(+) Amortización	43.931	43.931	43.931	43.931	43.931	43.931
(+/-)Diferencia de cambio	-177.085	155.094	155.094	155.094	155.094	155.094
(-) Resultado por unidades de ajuste	-170	-170	-170	-170	-170	-170
(+) Costos financieros	260.848	255.700	227.572	227.572	227.572	227.572
Flujo de Caja Bruto	1.098.066	1.492.005	1.486.829	1.513.791	1.542.230	1.542.230
(-) Inversión en Reposición	-951.684	-951.684	-951.684	-951.684	-951.684	-951.684
(-) Inversión en Activo fijo	-111.570	-181.493	-181.493	-181.493	-181.493	0
(-) Inversión en Capital de Trabajo	-29.445	-85.433	-89.983	-94.780	0	0
Flujo de caja Libre	5.366	273.395	263.668	285.834	409.053	590.546
Valor Terminal					6.700.193	
Flujo de Caja Libre + Valor Terminal	5.366	273.395	263.668	285.834	7.109.245	

Fuente: Elaboración Propia

(*) El Valor Terminal es el valor de la empresa sin oportunidades de crecimiento, una vez terminado el horizonte de proyección (T+1) que en este caso corresponde al año 2021, para lo cual debemos traerlo y presentarlo en el año 2020, y para esto lo calculamos con la siguiente formula:

Datos:

- K_o :8.81%
- FLC_{t+1} :590.546 MUSD

$$V(RT) = \frac{FLC_{t+1}}{K_o}$$

$V(RT)$: 590.546 / 8.81%

$V(RT)$: 6.700.193 MUSD

Valorización al 30 de septiembre 2016

Para realizar la valoración, primero debemos traer los flujos a valor presente, utilizando la tasa de descuento 8.81% (tasa $Ko - Wacc$) obtenida en apartados anteriores, presentándolos mediante la siguiente formula:

- Flujos a Valor Presente a tasa de descuento.

$$VP \text{ flujos}_{12-2016} = \frac{FCL_{2016}}{(1+ko)^0} + \frac{FCL_{2017}}{(1+ko)^1} + \frac{FCL_{2018}}{(1+ko)^2} + \frac{FCL_{2019}}{(1+ko)^3} + \frac{FCL_{2020} + \frac{FCL_{2021-00}}{ko}}{(1+ko)^4}$$

$$VP \text{ flujos}_{12-2016} = 5.366 + \frac{273.395_{2017}}{(1,0881)^1} + \frac{263.668_{2018}}{(1,0881)^2} + \frac{285.834_{2019}}{(1,0881)^3} + \frac{409.053_{2020} + \frac{590.546_{2021-00}}{0,0881}}{(1,0881)^4}$$

$$VP \text{ flujos}_{12-2016} = \mathbf{5.772.070}$$

- Descuento de 3 meses para obtener flujo a septiembre 2016

$$VP \text{ flujos}_{09-2016} = \frac{FCL_{2016-00}}{(1+ko)^{1/4}}$$

$$VP \text{ flujos}_{09-2016} = \frac{5.722.070_{2016-00}}{(1,0881)^{1/4}} = \mathbf{5.651.458}$$

- Descontar Flujo Real del 30 de septiembre 2016, para obtener valor presente del flujo proyectado a esta fecha.

$$VP \text{ flujos }_{09-2016} = 5.651.458 - 65.623 = \mathbf{5.585.835}$$

El valor de los activos al 30 de septiembre 2016 para LATAM queda expresado en el siguiente resumen:

TABLA 38: VALOR DE LOS ACTIVOS AL 30-09-2016	
ITEM	MILES USD
(+)Flujo a Diciembre 2016	5.366
(+) Valor flujos 2017-2020 + Valor Terminal (2016)	5.766.703
Total Valor Presente flujos totales 2016	5.772.070
Valor presenta flujos totales al 30-09-2016	5.651.458
(-)Flujo real 30-09-2016	-65.623
VALOR DE ACTIVOS OPERACIONALES 30-09-2016	5.585.835

Fuente: Elaboración Propia

El valor de LATAM al 30 de septiembre del 2016 presenta un patrimonio económico negativo por el alto nivel de deuda que esta posee, con un precio de acción de -\$4.601, el cual se puede interpretar como valor Cero y el precio de cierre en la bolsa de valores al 30 de septiembre del 2016 es de \$5.288 encontrándose altamente sobrevalorada.

TABLA 40: VALOR DE LA EMPRESA AL 30-09-2016		
ITEM	MILES USD	MILES DE PESOS
(+)Valor de los Activos	5.585.835	3.681.512.068
(+/-) Déficit / Exceso Capital de Trabajo	-281.438	-185.489.879
(-) Deuda Financiera	-9.112.714	-6.006.007.543
PATRIMONIO ECONOMICO	-3.808.317	-2.509.985.354

Fuente: Elaboración Propia

TABLA 39: VALOR ECONÓMICO DEL PRECIO DE LA ACCIÓN AL 30-09-2016		
Número de acciones	545.558.101	
Precio x acción en USD	-6,98	
Valor T/C cierre 09-2016	659,08	
Precio x Acción en \$	-4.601	Sobrevalorada
Precio x Acción Cierre Bursátil	5.288	

Fuente: Elaboración Propia

8. CONCLUSIÓN

LATAM es una compañía que los últimos periodos analizados arrastra resultados negativos, es por esto que como conclusión de este trabajo es posible decir que después de aplicar el método de valoración Flujo de Caja Descontado (FCD) la empresa se encuentra en una situación compleja para adquirir nuevos compromisos y nuevos actores (accionistas) que se interesen en ser parte de esta, ya que al cierre de este informe, la acción presenta un valor negativo de -\$4.601 representado será de un valor "Cero", muy lejos del valor de mercado que es de \$5.288, la que se encuentra altamente sobrevalorada.

El nivel de endeudamiento es muy elevado 2,08 (B/P) al 30 de septiembre del 2016 y según los Estado de flujo efectivo, este nos indica que los préstamos obtenidos alcanzan solamente para cubrir los compromisos anuales, y para renovar líneas de crédito.

Con un crecimiento del 5.5%, crecimiento optimista dado los resultados de los últimos años no le alcanza para transformarse en una compañía atractiva, y aunque el valor de los activos llega a los MUSD 7.169.386, el nivel de deuda de MUSD 9.112.714, hace que el valor de la compañía sea negativo.

Para que el valor de la acción y de la compañía aumente deberá necesariamente revertir los malos resultados reduciendo su estructura de costos, teniendo una mejor gestión administrativa y operacional, minimizando los riesgos de mercados que afectan directamente a la compañía como el precio de combustibles, crisis internacionales, diferencias de cambios, mercados decaídos, etc.

Hoy en día con un precio de mercado de la acción de \$5.288, que según este informe está sobrevalorado, está muy lejos de los niveles que tenía el año 2012 de \$11.251 (año de fusión), lo que esto causa la desilusión y lo poco atractivo para los inversionistas de mantenerse o ser parte de la compañía y aún más difícil captar nuevos actores.

9. BIBLIOGRAFIA

- Estados Financieros Latam Airlines Group S.A periodos 2012 a 2015 y parcial al 30 de septiembre 2016
- Memoria anual 2012 y 2015 Latam Airlines Group S.A
- Reporte sostenibilidad 2013 Latam Airlines Group S.A
- Estados financieros Avianca holdings S.A al 30 de septiembre 2016
- Estados financieros Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A al 30 de septiembre 2016
- Página web Superintendencia de Valores y Seguros – www.svs.cl
- Página web Bolsa de Comercio de Santiago – www.bolsadesantiago.cl
- Página web Servicio de Impuestos Internos – www.sii.cl
- Página web Latam Airlines Group S.A – www.lan.cl
- Página web Latam Airlines Group S.A – www.latamairlinesgroup.net
- Página web Asociación Internacional de Transporte Aéreo (IATA)– www.iata.org
- Página web Boeing – www.boeing.com
- Carlos Maqueira Villanueva, Finanzas Corporativas , Teoría y Práctica –Thomson Reuters
- Plataforma Reuters

10. ANEXO N°1: DETALLE DE BONOS

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

TABLA 40: BONO LATAIR 7,25 09-06-2020				
Fecha	Interés	Amortización	Total Cuota	Saldo Capital
09/06/2015	-	-		500.000.000
09/12/2015	-	-		500.000.000
09/06/2016	-	-		500.000.000
09/12/2016	-	-		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: Reuters

10.2. BONO LATAIR 4,2 15-11-2017

TABLA 41: BONO LATAIR 4,2 15-11-2027				
Fecha	Interés	Amortización	Total Cuota	Saldo Capital
29-05-2015	-	-	-	845.213.000
15-08-2015	-	-	-	845.213.000
15-11-2015	-	-	-	845.213.000
15-02-2016	-	-	-	845.213.000
15-05-2016	-	-	-	830.619.831
15-08-2016	-	-	-	817.556.354
15-11-2016	8.584.342	12.897.038	21.481.380	804.659.316
15-02-2017	8.448.923	10.290.899	18.739.822	794.368.417
15-05-2017	8.340.868	11.246.007	19.586.875	783.122.410
15-08-2017	8.222.785	11.991.781	20.214.566	771.130.629
15-11-2017	8.096.872	11.991.645	20.088.517	759.138.984
15-02-2018	7.970.959	11.991.510	19.962.469	747.147.474
15-05-2018	7.845.049	11.991.375	19.836.424	735.156.099
15-08-2018	7.719.139	11.991.240	19.710.379	723.164.859
15-11-2018	7.593.231	11.991.096	19.584.327	711.173.763
15-02-2019	7.467.325	11.990.944	19.458.269	699.182.819
15-05-2019	7.341.420	13.113.057	20.454.477	686.069.762
15-08-2019	7.203.733	13.112.880	20.316.613	672.956.882
15-11-2019	7.066.047	13.112.685	20.178.732	659.844.197
15-02-2020	6.928.364	13.112.499	20.040.863	646.731.698
15-05-2020	6.790.683	13.112.296	19.902.979	633.619.402
15-08-2020	6.653.004	13.112.094	19.765.098	620.507.308
15-11-2020	6.515.327	13.111.891	19.627.218	607.395.417
15-02-2021	6.377.652	13.111.671	19.489.323	594.283.746
15-05-2021	6.239.979	13.111.451	19.351.430	581.172.295
15-08-2021	6.102.309	13.111.231	19.213.540	568.061.064
15-11-2021	5.964.641	13.110.995	19.075.636	554.950.069
15-02-2022	5.826.976	13.110.758	18.937.734	541.839.311
15-05-2022	5.689.313	13.110.513	18.799.826	528.728.798
15-08-2022	5.551.652	13.110.259	18.661.911	515.618.539
15-11-2022	5.413.995	13.110.006	18.524.001	502.508.533
15-02-2023	5.276.340	13.109.735	18.386.075	489.398.798
15-05-2023	5.138.687	13.109.465	18.248.152	476.289.333
15-08-2023	5.001.038	13.109.186	18.110.224	463.180.147
15-11-2023	4.863.392	13.108.890	17.972.282	450.071.257

TABLA 43: BONO LATAIR 4,2 15-11-2027				
Fecha	Interés	Amortización	Total Cuota	Saldo Capital
15-02-2024	4.725.748	13.108.594	17.834.342	436.962.663
15-05-2024	4.588.108	13.108.290	17.696.398	423.854.373
15-08-2024	4.450.471	13.107.969	17.558.440	410.746.404
15-11-2024	4.312.837	13.107.648	17.420.485	397.638.756
15-02-2025	4.175.207	13.107.310	17.282.517	384.531.446
15-05-2025	4.037.580	13.106.963	17.144.543	371.424.483
15-08-2025	3.899.957	13.106.600	17.006.557	358.317.883
15-11-2025	3.762.338	13.106.228	16.868.566	345.211.655
15-02-2026	3.624.722	13.105.847	16.730.569	332.105.808
15-05-2026	3.487.111	13.105.459	16.592.570	319.000.349
15-08-2026	3.349.504	13.105.045	16.454.549	305.895.304
15-11-2026	3.211.901	13.104.630	16.316.531	292.790.674
15-02-2027	3.074.302	13.104.191	16.178.493	279.686.483
15-05-2027	2.936.708	13.103.743	16.040.451	266.582.740
15-08-2027	2.799.119	13.103.278	15.902.397	253.479.463
15-11-2027	2.661.534	253.479.463	256.140.997	-

Fuente: Reuters

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

TABLA 42: BONO LATAIR 4,5 15/11/2023				
Fecha	Interés	Amortización	Total Cuota	Saldo Capital
29-05-2015	-	-	-	175.610.000
15-08-2015	-	-	-	175.610.000
15-11-2015				175.610.000
15-02-2016				175.610.000
15-05-2016				170.817.205
15-08-2016				167.006.871
15-11-2016	1.878.827	4.330.169	6.208.996	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	6.782.196	152.402.477
15-08-2017	1.714.528	4.792.193	6.506.721	147.610.284
15-11-2017	1.660.616	4.203.025	5.863.641	143.407.259
15-02-2018	1.613.331	4.495.214	6.108.545	138.912.045
15-05-2018	1.562.760	4.495.137	6.057.897	134.416.909
15-08-2018	1.512.190	4.495.058	6.007.248	129.921.851
15-11-2018	1.461.621	4.494.977	5.956.598	125.426.874
15-02-2019	1.411.053	4.494.894	5.905.947	120.931.980
15-05-2019	1.360.484	4.494.808	5.855.292	116.437.172
15-08-2019	1.309.919	4.494.720	5.804.639	111.942.452
15-11-2019	1.259.352	4.494.631	5.753.983	107.447.821
15-02-2020	1.208.789	4.494.540	5.703.329	102.953.281
15-05-2020	1.158.225	4.494.445	5.652.670	98.458.837
15-08-2020	1.107.662	4.494.348	5.602.010	93.964.489
15-11-2020	1.057.100	4.494.248	5.551.348	89.470.241
15-02-2021	1.006.540	4.494.146	5.500.686	84.976.095
15-05-2021	955.980	4.494.043	5.450.023	80.482.052
15-08-2021	925.422	4.493.934	5.419.356	75.988.118
15-11-2021	854.866	4.493.823	5.348.689	71.494.295
15-02-2022	804.311	4.493.711	5.298.022	67.000.584
15-05-2022	753.757	4.493.593	5.247.350	62.506.991
15-08-2022	703.204	4.992.642	5.695.846	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	6.570.284	45.532.885
15-05-2023	512.546	7.487.895	8.000.441	38.044.990
15-08-2023	428.006	6.988.523	7.416.529	31.056.467
15-11-2023	349.385	31.056.467	31.405.852	0

11. ANEXO N°2: ESTADO DE SITUACIÓN

TABLA 43: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA - EN MILES USD					
ACTIVOS CORRIENTES	2012	2013	2014	2015	2016-09-30
	MUSD	MUSD	MUSD	MUSD	MUSD
Efectivo y equivalentes al efectivo	650.263	1.984.903	989.396	753.497	708.376
Otros activos financieros corrientes	636.543	709.944	650.401	651.348	697.739
Otros activos no financieros corrientes	169.824	335.617	247.871	330.016	289.036
Deudores comerciales y otras por cobrar corrientes	1.426.330	1.633.094	1.378.835	796.974	916.124
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	15.187	628	308	183	498
Inventarios corrientes	181.283	231.028	266.039	224.908	222.814
Activos por impuestos corrientes, corrientes	220.529	81.890	100.708	64.015	74.572
Total activos corrientes distintos de los activos no corrientes para su	3.299.959	4.977.104	3.633.558	2.820.941	2.909.159
Activos no corrientes para su disposición clasificados como mantenido	47.655	2.445	1.064	1.960	40.786
Activos corrientes totales	3.347.614	4.979.549	3.634.622	2.822.901	2.949.945
ACTIVOS NO CORRIENTES					
Otros activos financieros no corrientes	74.095	65.289	84.986	89.458	104.777
Otros activos no financieros no corrientes	243.905	272.276	342.813	235.463	331.539
Cuentas por cobrar no corrientes	50.612	100.775	30.465	10.715	8.940
inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	3.757	6.596	0	0	0
Activos intangibles distintos de la plusvalía	1.848.593	2.093.308	1.880.079	1.321.425	1.606.451
Plusvalía	3.008.657	3.727.605	3.313.401	2.280.575	2.723.629
Propiedades, planta y equipo	11.797.889	10.982.786	10.773.076	10.938.657	10.899.582
Activos por impuestos corrientes, no corrientes	73.516	0	17.663	25.926	25.629
Activos por impuestos diferidos	144.629	402.962	407.323	376.595	389.666
Total de activos no corrientes	17.245.653	17.651.597	16.849.806	15.278.814	16.090.213
Total activos servicios bancarios				0	0
TOTAL ACTIVOS	20.593.267	22.631.146	20.484.428	18.101.715	19.040.158

Fuente: Estados Financieros Latam Airlines Group S.A

TABLA 44: ESTADO DE SITUACION FINANCIERA - EN MILES USD					
PASIVOS CORRIENTES	2012	2013	2014	2015	2016-09-30
	MUSD	MUSD	MUSD	MUSD	MUSD
Otros pasivos financieros corrientes	2.047.330	2.039.787	1.624.615	1.644.235	1.877.987
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	1.652.955	1.557.736	1.489.373	1.483.957	1.539.219
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes	274	505	56	447	232
Otras provisiones corrientes	21.719	27.856	12.411	2.922	2.465
Pasivos por impuestos corrientes, corrientes	115.481	11.583	17.889	19.378	31.735
Otros pasivos no financieros corrientes	1.942.530	2.871.640	2.685.386	2.490.033	2.602.206
Total pasivos corrientes distintos de los pasivos incluidos en grupos d	5.780.289	6.509.107	5.829.730	5.640.972	6.053.844
Pasivos incluidos en grupos de activos para su disposición clasificad	0	0	0	0	0
Total pasivos corrientes	5.780.289	6.509.107	5.829.730	5.640.972	6.053.844
PASIVOS NO CORRIENTES					
Otros pasivos financieros no corrientes	7.698.857	7.859.985	7.389.012	7.532.385	7.234.727
Cuentas comerciales por pagar y otras cuentas por pagar no corrientes	731.235	922.887	577.454	417.050	387.208
Otras provisiones no corrientes	536.334	1.122.247	703.140	424.497	515.747
Pasivo por impuestos diferidos	558.049	767.228	1.051.894	811.565	958.744
Provisiones corrientes por beneficios a los empleados, no corrientes	18.366	45.666	74.102	65.271	77.677
Otros pasivos no financieros no corrientes	101.321	77.567	355.401	272.130	271.127
Total pasivos no corrientes	9.644.162	10.795.580	10.151.003	9.522.898	9.445.230
TOTAL PASIVOS	15.424.451	17.304.687	15.980.733	15.163.870	15.499.074
PATRIMONIO					
Capital emitido	1.501.018	2.389.384	2.545.705	2.545.705	2.541.068
Ganancias (pérdidas) acumuladas	1.106.168	795.303	536.190	317.950	328.070
Acciones propias en cartera	-203	-178	-178	-178	-178
Otras reservas	2.535.100	2.054.312	1.320.179	-6.942	583.047
Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora	5.142.083	5.238.821	4.401.896	2.856.535	3.452.007
Participaciones no controladoras	26.733	87.638	101.799	81.013	89.077
PATRIMONIO TOTAL	5.168.816	5.326.459	4.503.695	2.937.548	3.541.084
TOTAL DE PATRIMONIO Y PASIVOS	20.593.267	22.631.146	20.484.428	18.101.418	19.040.158

Fuente: Estados Financieros Latam Airlines Group S.A

12. ANEXO N°3: ESTADO DE RESULTADO

TABLA 45: ESTADO DE RESULTADOS - EN MILES USD					
	2012	2013	2014	2015	2016-09-30
	MUSD	MUSD	MUSD	MUSD	MUSD
Ingreso de actividades ordinarias	9.722.189	12.924.537	12.093.501	9.740.045	6.566.882
costo de ventas	-7.642.643	-10.054.164	-9.624.501	-7.636.709	-5.154.915
Ganancia Bruta	2.079.546	2.870.373	2.469.000	2.103.336	1.411.967
Otros ingresos, por función	220.156	341.565	377.645	385.781	390.894
Costo de distribución	-803.619	-1.025.896	-957.072	-783.304	-552.057
Gastos de administración	-869.504	-1.136.115	-980.660	-878.006	-557.655
Otros gastos, por función	-311.753	-408.703	-401.021	-323.987	-321.222
Otras ganancias (pérdidas)	-38.750	-55.410	33.524	-55.280	-3.202
Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales	276.076	585.814	541.416	448.540	368.725
Ingresos financieros	77.489	72.828	90.500	75.080	53.147
Costos financieros	-294.598	-462.524	-430.034	-413.357	-310.563
Participación en las ganancias (perdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	972	1.954	-6.455	37	0
Diferencias de cambio	66.685	-482.174	-130.201	-467.896	132.814
Resultado por unidades de reajuste	-22	214	7	481	309
Ganancias antes de impuesto	126.602	-283.888	65.233	-357.115	244.432
Gasto por impuesto a las ganancias	-102.212	20.069	-142.194	178.383	-197.340
GANANCIAS DEL EJERCICIO	24.390	-263.819	-76.961	-178.732	47.092
Ganancias atribuible a los propietarios de la controladora	10.956	-281.114	-109.790	-219.274	14.875
Ganancias atribuible a propietarios de la NO controladora	13.434	17.295	32.829	40.542	32.217
Ganancia del ejercicio	24.390	-263.819	-76.961	-178.732	47.092
GANANCIA POR ACCION					
Ganancias básicas por acción (US\$)	0,02657	-0,57613	-0,20125	-0,40193	0,02727
Ganancias diluidas por acción (US\$)	0,02657	-0,57613	-0,20125	-0,40193	0,02727

Fuente: Estados Financieros Latam Airlines Group S.A

13. ANEXO Nº4: ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO

TABLA 46: ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO - MILES DE DÓLARES					
ITEM / PERIODO	2012	2013	2014	2015	30/09/2016
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	10.258.473	13.406.275	13.367.838	11.372.397	7.284.896
Otros cobros por actividades de operación	57.763	4.638	96.931	88.237	50.859
CLASES DE PAGOS					
Pagos a proveedores por el suministro de bienes y servicios	-7.153.865	-9.570.723	-8.823.007	-7.029.582	-4.895.792
Pagos a y por cuenta de los empleados	-1.938.769	-2.405.723	-2.433.652	-2.165.184	-1.525.978
Otros pagos por actividades de operación	-19.325	-31.215	-528.214	-351.177	-130.113
Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) la operación					
Intereses recibidos	52.986	11.310	11.589	43.374	8.228
Impuestos a las ganancias reembolsados (pagados)	-3.018	-83.033	-108.389	-57.963	-47.483
Otras entradas (salidas) de efectivo	-50.433	76.761	-251.657	-184.627	-126.740
FLUJOS DE EFECTIVO NETOS PROCEDENTES DE (UTILIZADOS EN) ACTIVIDADES DE OPERACIÓN	1.203.812	1.408.290	1.331.439	1.715.475	617.877
FLUJOS DE EFECTIVO PROCEDENTES DE (UTILIZADOS EN) ACTIVIDADES DE INVERSIÓN					
Flujos de efectivo procedentes de la pérdida de control de subsidiarias u otros negocios					
Flujos de efectivo utilizados para obtener el control de subsidiarias u otros negocios	-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	386.379	270.485	524.370	519.460	2.291.190
Otros pagos para adquirir patrimonio o instrumentos de deuda de otras entidades		-440.801	-474.656	-704.115	-2.167.634
Importes procedentes de la venta de propiedades, planta y equipo	73.429	225.196	564.266	57.117	73.096
Compras de propiedades, planta y equipo	-2.389.364	-1.381.786	-1.440.445	-1.569.749	-522.454
Importes procedentes de ventas de activos intangibles	-	-	-	91	4
Compras de activos intangibles	-59.166	-43.484	-55.759	-52.449	-61.454
Importes procedentes de otros activos a largo plazo	38.035	22.144			
Dividendos recibidos	351				
Otras entradas (salidas) de efectivo	27.143	75.448	-17.399	10.576	-3.308
FLUJOS DE EFECTIVO NETOS PROCEDENTES DE (UTILIZADOS EN) ACTIVIDADES DE INVERSIÓN	-1.926.416	-1.278.812	-899.105	-1.739.069	-390.560

Fuente: Estados Financieros Latam Airlines Group S.A

TABLA 48: ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO - MILES DE DÓLARES					
ITEM / PERIODO	2012	2013	2014	2015	30/09/2016
FLUJOS DE EFECTIVO PROCEDENTES DE (UTILIZADOS EN) ACTIVIDADES DE FINANCIACIÓN					
Importes procedentes de la emisión de acciones	83.512	888.949	156.321	-	-
Pagos por adquirir o rescatar las acciones de la entidad	-203		4.661		
Importes procedentes de préstamos					
Importes procedentes de préstamos de largo plazo	2.185.663	2.043.518	1.042.820	1.791.484	1.655.987
Importes procedentes de préstamos de corto plazo	152.000	1.101.159	603.151	205.000	230.000
Reembolsos de préstamos	-539.332	-1.952.013	-2.315.120	-1.263.793	-1.501.913
Pagos de pasivos por arrendamientos financieros	-292.931	-423.105	-394.131	-342.614	-229.927
Dividendos pagados	-124.827	-29.694	-35.362	-35.032	-30.687
Intereses pagados	-227.607	-361.006	-368.789	-383.648	-282.312
Otras entradas (salidas) de efectivo	-231.079	-62.013	-13.777	-99.757	-170.667
Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de financiación	1.005.196	1.205.795	-1.320.226	-128.360	-329.519
Incremento (disminución) neto de efectivo y equivalentes al efectivo, antes del efecto de los cambios en la tasa de cambio	282.592	1.335.681	-887.892	-151.954	-102.202
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	-6.736	-1.041	-107.615	-83.945	57.081
Incremento (disminución) neto de efectivo y equivalentes al efectivo	275.856	1.334.640	-995.507	-235.899	-45.121
Efectivo y equivalentes al efectivo al principio del periodo	374.407	650.263	1.984.903	989.396	753.497
EFFECTIVO Y EQUIVALENTES AL EFECTIVO AL FINAL DEL PERIODO	652.263	1.984.903	989.396	753.497	708.376

Fuente: Estados Financieros Latam Airlines Group S.A

14. ANEXO N°5: IMPUESTO DE PRIMERA CATEGORÍA

TABLA 47: TASAS DE IMPUESTO DE PRIMERA CATEGORÍA (SII)	
Años comerciales en que se aplica la tasa de Primera Categoría.	Tasas de Primera Categoría
1977 al 1990	10%
1991 al 2001	15%
2002	16%
2003	16,50%
2004 hasta 2010	17%
2011 hasta 2013	20%
2014	21%
2015	22,50%
2016	24%
2017 y siguientes Contribuyentes del Artículo 14, letra A) LIR	25%
2017 Contribuyentes sujetos al Artículo 14, letra B) LIR	25,50%
2018 y siguientes Contribuyentes sujetos al Artículo 14, letra B) LIR	27%

Fuente: Servicio de Impuestos Internos

15. ANEXO N°6: EBITDA COMPETENCIA DIRECTA “REUTERS”

AVH AVIANCA HOLDINGS SA CAM 91 CCR 29
Panama | NYSE Consolidated | Airlines

Overview News & Research Price & Charts Estimates Financials Events Ownership Debt & Credit Peers & Valuation Derivatives Filings 360 Menu


See What's Changed

Periodicity Annual Estimate Type SmartEstimates®

Non Per Share in USD MM, Per Share in USD - Consolidated

	HISTORICAL			FORECAST (SMARTESTIMATES)
	FY Dec-13	FY Dec-14	FY Dec-15	FY Dec-16
SELLING & MARKETING EXPENSE	-	602.21	612.78	536.00
YoY Growth %	-	-	1.8%	-12.5%
SG&A EXPENSE	584.47	770.85	788.97	732.00
YoY Growth %	-	31.9%	2.4%	-7.2%
EBITDAR	831.30	777.35	797.50	863.09
Margin%	18.0%	16.5%	18.3%	21.0%
EBITDA	554.51	485.49	464.22	527.33

Ilustración 4: Ebitda AVIANCA

GOL GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES SA  CAM 21 CCR 12

Brazil | NYSE Consolidated | Airlines

Overview News & Research Price & Charts **Estimates** Financials Events Ownership Debt & Credit Peers & Valuation Derivatives Filings 360 Menu

[See What's Changed](#)

Periodicity: Annual Estimate Type: SmartEstimates®

Non Per Share in USD MM, Per Share in USD - Consolidated

	HISTORICAL						FORECAST (SMARTESTIMATES)
	FY Dec-10	FY Dec-11	FY Dec-12	FY Dec-13	FY Dec-14	FY Dec-15	FY Dec-16
INCOME STATEMENT							
REVENUE	3,966	4,515	4,149	4,150	4,278	2,933	2,947
YoY Growth %	31.6%	13.8%	-8.1%	0.0%	3.1%	-31.4%	0.5%
GROSS PROFIT MARGIN	23.0%	-	-	-	-	-	-
SELLING & MARKETING EXPENSE	-	-	-	-	283.60	185.13	-
YoY Growth %	-	-	-	-	-	-34.7%	-
SG&A EXPENSE	-	-	-	336.16	630.56	346.31	2,745
YoY Growth %	-	-	-	-	87.6%	-45.1%	692.7%
EBITDAR	-	-	-	707.20	770.34	400.80	627.42
Margin%	-	-	-	17.0%	18.0%	13.7%	21.3%
EBITDA	556.47	-	-93.86	383.21	411.43	351.90	403.51
Margin%	14.0%	-	-2.3%	9.2%	9.6%	12.0%	13.7%
EBITDA PER SHARE	20.70	-	-	-	14.80	1.30	2.33
YoY Growth %	-	-	-	-	-	-91.2%	79.5%
EBITDA REPORTED	-	-	-	383.21	411.43	70.73	302.14

Ilustración 5: Ebitda GOL

16. ANEXO N°7: COSTO DEUDA (Kb) “REUTERS”

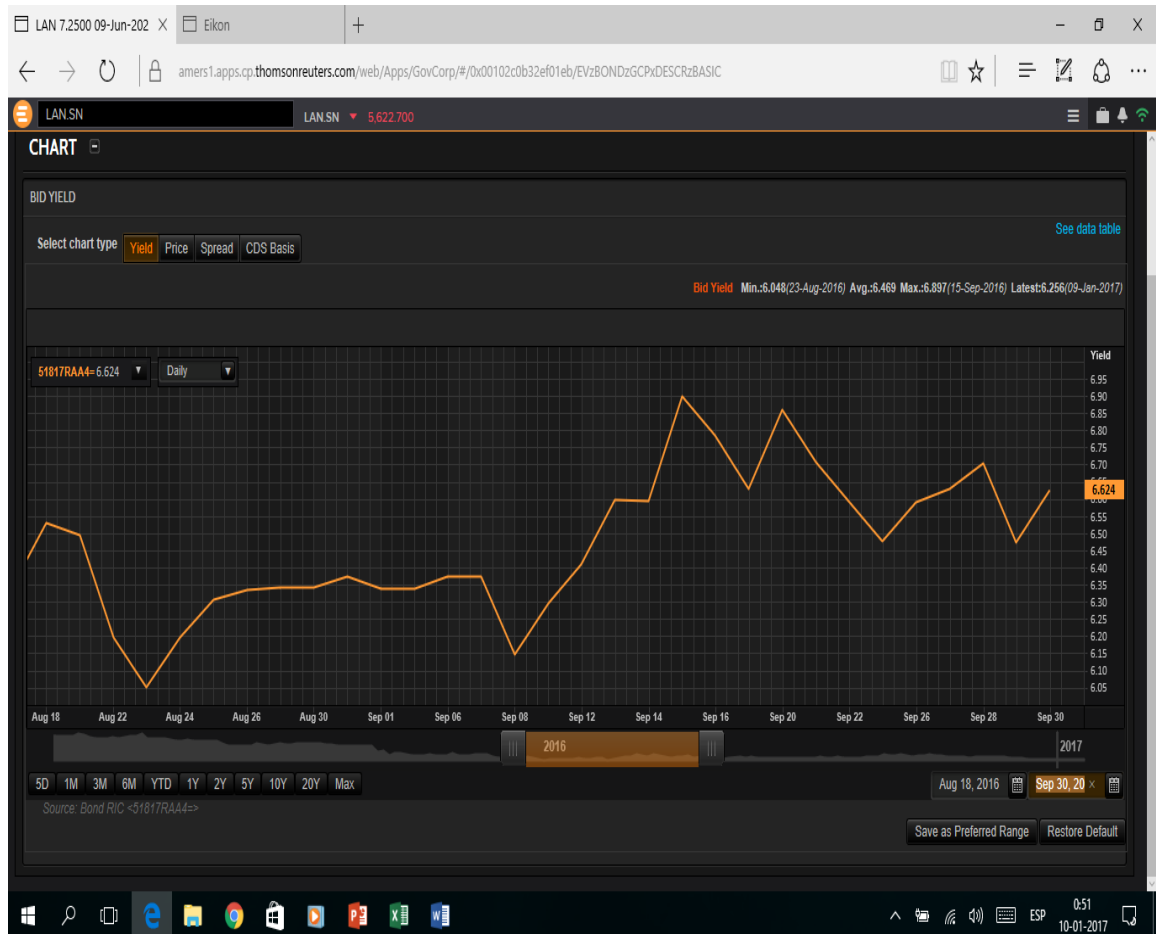


Ilustración 6: Tasa Costo de Deuda