

# LATAM Airlines (LTM:CI)

*Mejores márgenes potenciados por mayores eficiencias operacionales y recuperación macroeconómica de la región.*

**SOBREPONDERAR**

**Precio Objetivo 2018E: \$10.600**

Precio cierre (16.03.2018): \$9.582

Upside: 10,6%

Actualizamos nuestro Precio Objetivo 2018E para la acción de LATAM Airlines a \$10.600, con una recomendación de Sobreponderar, lo que equivale a un retorno esperado total (incluyendo dividendos) de 11,1% para los próximos 12 meses. Hemos revisado levemente al alza la recuperación en margen Ebitdar ante mejores perspectivas macroeconómicas en Brasil y la región como también ante mayores eficiencias en costos y expansión en capacidad de pasajeros (ASK) Brasil e Internacional.

- **A nivel consolidado, pronosticamos un entorno macroeconómico más favorable en los países donde opera LATAM Airlines, impulsando especialmente los segmentos Internacional y Brasil Doméstico.** Lo anterior se condice con mayor dinamismo del consumo y proyecciones más favorables de crecimiento PIB, factor que permitirá impulsar los ASK de la industria y consecuentemente de la compañía. Esto en conjunto con el mayor factor de ocupación que ha alcanzado Latam Airlines en negocio de pasajeros y el fortalecimiento de monedas locales respecto al dólar, se traduciría en un impacto positivo en el tráfico de pasajeros y en menor medida en el negocio de carga. Por su parte, la fuerte competencia ante la entrada de nuevos actores low cost, estimamos continuará siendo uno de los principales factores de riesgos para la generación de flujos sustentables de la compañía, generando presiones en márgenes e impidiendo una expansión en ASK significativa en SSC (Spanish Speaking Countries). Asimismo, precio del petróleo será un factor de constante monitoreo, pesando cerca de un 25% de los costos consolidados, contrarrestado parcialmente por las mejoras en eficiencias, impulsada especialmente por menores GAVs/Ingresos y CASK, que estimamos, continuarán a lo largo del 2018 y 2019. **Proyectamos un factor de ocupación promedio de 84,7% para el periodo 2018-2019, acompañado de una expansión en ASK de 3,5% a/a y 3,0% a/a durante 2018 y 2019, respectivamente, lo que se condice con ingresos que alcanzarían US\$ 10.680 (+5,1%) y US\$ 11.234 (+5,2%) millones, para igual período.**

- **Particularmente, nuestras proyecciones de ingresos mediano y largo plazo contemplan que principal driver de expansión operacional estará representado por negocio Internacional.** Destacamos el robusto aumento de capacidad de pasajeros (ASK), logrando positivos niveles de rentabilización durante el 2017, tendencia que continuaría presente durante 2018-2019. Adicionalmente, proyectamos expansión en yields de 2,5% a/a que se traducirían en una mayor rentabilización de este segmento. En efecto, estimamos un aumento en PRASK de 2,0% a/a y 2,6% a/a para 2018 y 2019, respectivamente, producto de un mejor escenario macroeconómico, mayor demanda y estrategia comercial centrada en potenciar vuelos de larga distancia, destacando rutas hacia Europa y EEUU, principalmente desde Brasil. Junto a lo anterior, la materialización de JBAs (Joint Business Agreement), le otorgarían un mayor impulso a este segmento en el largo plazo.

## Resumen Actualización

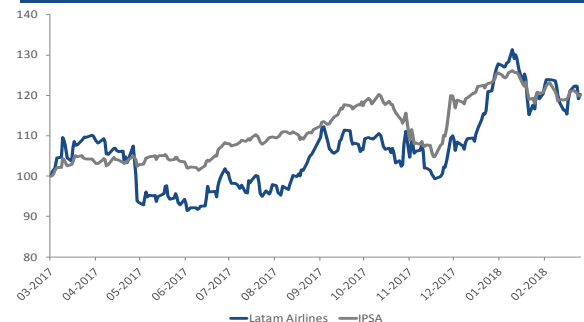
Recomendación	Sobreponderar
Riesgo	Alto
Precio Cierre 16.03.2018	\$ 9.582
Precio Objetivo 2018E	\$ 10.600
Precio Objetivo ADR 2018E (USD)	17,38
Rango Precio 52 Semanas	\$7.230 - \$10.499
Retorno Esperado Precio	10,6%
Retorno Esperado Dividendo	0,5%
<b>Retorno Esperado Total</b>	<b>11,1%</b>

## Información Bursátil

Rentabilidad Acción YTD	9,9%
Market Cap MMUS\$	9.528
Free Float	72%
Ticker Bloomberg	LTM CI
DATV (MMUS\$)	8,0
ADR (Conversión)	1:1

Ratios Bursátiles	2017	2018E	2019E
UPA (USD)	0,3	0,65	0,97
P/U 12 M	61,3	24,0	16,1
B/L 12 M	2,3	2,1	1,9
EV/Ebitdar 12 M	6,9	6,1	5,3
EV/Ventas 12M	1,6	1,4	1,3
FCF Yield	2,5%	1,3%	3,2%
Dividend Yield	0,2%	0,5%	1,2%
Dividendo/Acción (USD)	0,03	0,08	0,20

## Evolución del precio de la acción



Fuentes: Bloomberg; Equity Research – Bci Corredor de Bolsa

**Valorización:** Asignamos recomendación de Sobreponderar para las acciones de LATAM Airlines con un P.O. 2018E de \$10.600/acción. Nuestra valorización mediante DCF contempla un WACC de 8,7%.

Fernando Domeyko A.  
fernando.domeyko@bci.cl

Marcelo Catalán G.  
marcelo.catalan@bci.cl

19 de marzo 2018

- Dado lo anterior, nuestra estimación para el segmento de pasajeros Internacional contempla un crecimiento de 4,7% a/a y 3,7% a/a en ASK y de 6,8% a/a 6,4% a/a en ingresos durante 2018 y 2019, respectivamente. Asimismo, es importante destacar el carácter conservador de nuestras proyecciones ubicándose por debajo del *guidance* corporativo. (6% - 8% en ASK 2018E).
- Operaciones domésticas en Brasil muestran cambio de tendencia dado entorno macroeconómico más favorable. Hacia fines de 2017 disminuyeron los recortes en capacidad de pasajeros (ASK), mostrando un leve crecimiento hacia el 4T17 (0,9% a/a) junto con un favorable factor de ocupación (84,7%). Dicha tendencia continúa a principios de 2018 y estimamos se mantendrá a lo largo del año alcanzando un crecimiento de 1,6% a/a. Por su parte, el fortalecimiento del real brasileño respecto al dólar se ha traducido en mejores yields, medido en dólares. Esto en conjunto con un favorable factor de ocupación, permitirían expansión de 3,3% a/a en ingresos 2018 para su negocio de pasajeros en Brasil Doméstico.
- Si bien nuestras estimaciones para SSC contemplan un incremento en capacidad en negocio de pasajeros para Latam Airlines, este alcanzaría sólo un de 2,7% durante 2018, por debajo del potencial de la industria agregada. Lo anterior considera como supuesto de trabajo la persistencia de un escenario altamente competitivo ante los efectos provocados por la incorporación de nuevos actores low cost. Asimismo, es importante tener en cuenta las restricciones en flexibilidad tarifaria en Argentina y la baja holgura en infraestructura de aeropuertos en la región. Nuestra proyección contempla una marginal expansión nominal en Yields. Con todo, estimamos una leve expansión en ingresos de 2,8% a/a y 2,6% a/a durante 2018 y 2019, respectivamente
- Por su parte, en negocio de carga estimamos una recuperación gradual, lo que se condice con un crecimiento 2018 de 4,7% a/a a primera línea, alcanzando una participación de 10,8% del total de ingresos hacia 2018. Una recuperación por sobre lo esperado presenta un riesgo alcista sobre nuestra valorización.
- Finalmente, a nivel consolidado proyectamos un margen operacional de 8,5% para 2018 y de 10,3% para 2019, evolución que refleja un camino gradual de recuperación y se condice con niveles más cercanos al promedio de la industria. Lo anterior provendría principalmente por mayores ingresos y mejoras en eficiencia. Particularmente, estimamos que la compañía lograría alcanzar ratios de 125 empleados por avión hacia fines de 2019, niveles más favorables respecto del nivel actual (137 empleados/avión) y que, estimamos convergerían al rango promedio de la industria. Por su parte, el precio del combustible y depreciación del real brasileño respecto al dólar, seguirán siendo factores importantes de incidencia en volatilidad de costos. En combustible, estimamos un mayor costo por gallon durante el 2018 en torno a USD 2,2 que iría convergiendo a USD 2,15 hacia fines de 2019.

Figura 1: Evolución ASK (Eje Izq.) por segmento e Ingresos (MMUSD)(Eje Der.)

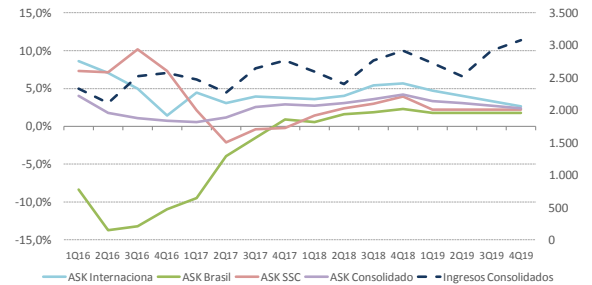


Figura 2: Evolución Capacidad, Yield y Factor de Ocupación Brasil Doméstico.

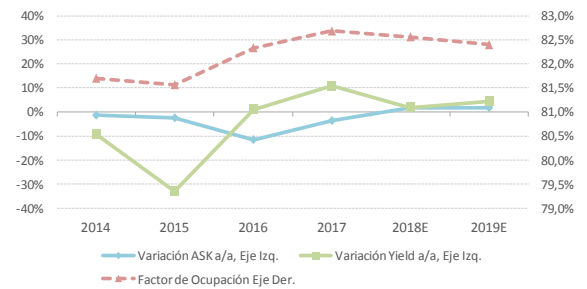


Figura 3: Evolución DFN\*/Ebitdar y Capex (MMUSD)

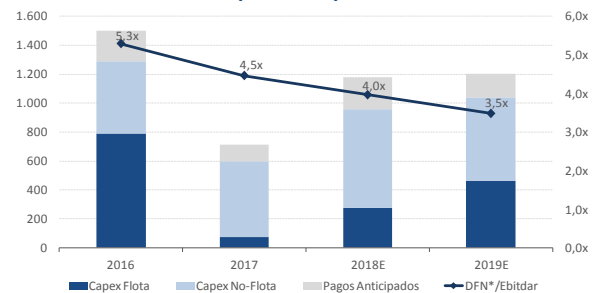
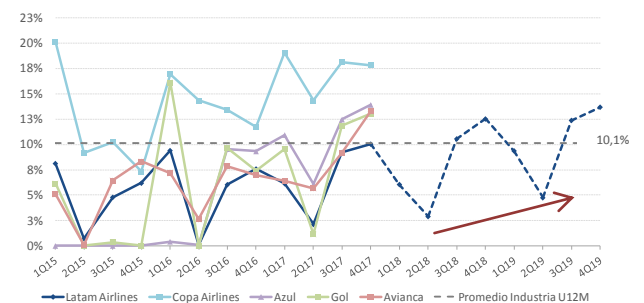


Figura 4: Margen Operacional LTM vs Competencia (Ebit Avianca 4Q17\*)



- Foco en una utilización más eficiente de los recursos se ve reflejada en reestructuración de plan de inversiones que considera una menor intensidad de expansión en Capex/Activos respecto de 2016.** Durante el 2017 se contaba con 308 aeronaves operativas y plan para 2018 contempla alcanzar 312, reflejando una desaceleración respecto de niveles de capex/activos observado en 2016. Adicionalmente, estimamos que la compañía finalizaría el año 2019 con 318 aeronaves operativas, lo que representa un capex de US\$ 715 millones, US\$ 1.177 millones y US\$ 1.202 millones, respectivamente. El capex anterior incorpora tanto las mantenciones, como las nuevas adquisiciones de aeronaves bajo las tres modalidades; caja, leasing financiero y leasing operacional, con su respectivo trato. Para esto se tomó como supuesto una estructura de leasing financiero a 12 años y leasing operacional a 7 años promedio. Con todo, la estrategia de la compañía de mejorar eficiencia operacional, acompañada de una recuperación en ASK y un menor nivel de expansión en Capex/Activos, permitiría un proceso gradual favorable de desapalancamiento, lo que se ve reflejado en una caída tendencial en DFN\*/Ebitdar, alcanzando 3,5 veces al 2019 (ver figura 3).

**EV/Ebitdar forward 2018 se ubicara en 6,1 veces, nivel que refleja la positiva expansión operacional de la compañía.** Asimismo, nuestras proyecciones de carácter conservador contemplan un crecimiento en ASK más moderado de largo plazo y una mayor estabilidad en márgenes. **Lo anterior, es consistente con nuestra recomendación de Sobreponderar y un precio objetivo de \$10.600 por acción, determinado a través de modelación DCF.**

#### Riesgos

- (-) Recuperación macroeconómica de Brasil y de la región más lenta de lo esperado.
- (+/-) Apreciación/Depreciación de monedas respecto al dólar americano.
- (+/-) Elecciones presidenciales en la región, especialmente Brasil dada la relevante incidencia de las operaciones de dicho país en los resultados de la compañía.
- (+/-) Shocks sorpresivos en el precio del combustible.
- (+/-) Alianzas estratégicas y JBAs tanto de LATAM Airlines como de la competencia.
- (-) Mayor competencia y entrada de nuevos actores, con presiones en precios y market share.

Figura 5: Desglose Ingresos 2017

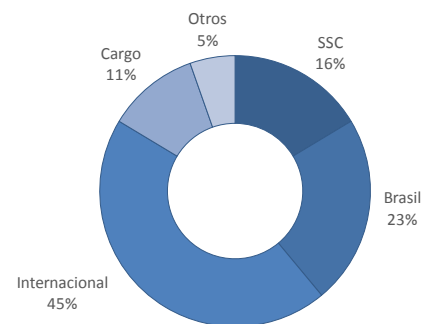
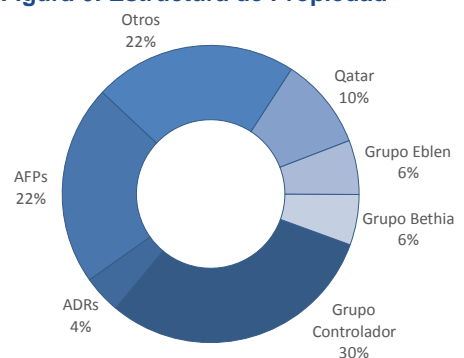


Figura 6: Estructura de Propiedad



Fuente: Reportes compañía, BCI Equity Research,

#### Descripción Empresa

LATAM Airlines es la aerolínea líder en América Latina ofreciendo vuelos regionales dentro del continente y servicios de largo alcance a Estados Unidos, Europa y Oceanía. Tiene un market cap de USD 9.528 millones.

#### Glosario

ASK	Available Seat Kilometers: medida de capacidad; número de asientos ofrecido por kilómetro volado
CASK	Cost per ASK: costo operacional dividido por el total de ASK
DFN*	Deuda Financiera Neta Ajustada: DFN + 7*Arriendos de Aeronaves
Ebitdar	Ingresos antes de intereses, impuestos, depreciación, amortización y arriendos.
PRASK	Pasenger revenue per ASK: ingresos de pasajeros dividido por ASK
RPK	Revenue per Cantidad de asientos pagados por kilómetros volados
Yield	Ingresos/cantidad de asientos pagados por kilómetros volados (RPK)

## Principales proyecciones

Datos Operacionales (MM USD)	2016	2017	2018E	2019E
Ingresos Pasajeros	7.878	8.494	8.925	9.427
Ingresos Carga	1.111	1.119	1.172	1.208
Otros Ingresos	539	550	584	599
<b>Ingresos consolidados</b>	<b>9.527</b>	<b>10.164</b>	<b>10.680</b>	<b>11.234</b>

Estado de Resultados (MM USD)	2016	2017	2018E	2019E
Ingresos Ordinarios	9.527	10.164	10.680	11.234
<b>Resultado Operacional</b>	<b>568</b>	<b>715</b>	<b>911</b>	<b>1.155</b>
<i>Margen Operacional</i>	6,0%	7,0%	8,5%	10,3%
<b>Ebitda</b>	<b>1.528</b>	<b>1.716</b>	<b>1.920</b>	<b>2.196</b>
<i>Margen Ebitda</i>	16,0%	16,9%	18,0%	19,5%
<b>Ebitdar</b>	<b>2.097</b>	<b>2.296</b>	<b>2.514</b>	<b>2.822</b>
<i>Margen Ebitdar</i>	22,0%	22,6%	23,5%	25,1%
<b>Ganancia Controladores</b>	<b>69</b>	<b>155</b>	<b>396</b>	<b>591</b>
<i>Margen Neto</i>	0,7%	1,5%	3,7%	5,3%
<b>Utilidad por Acción</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,7</b>	<b>1,0</b>

Tasas de Crecimiento Estimadas	2016	2017	2018E	2019E
Ventas	-5,9%	6,7%	5,1%	5,2%
Ebitdar	6,3%	9,5%	9,5%	12,3%
Ganancia Controladores	-	124,4%	154,9%	49,2%
UPA	-	124,4%	154,9%	49,2%

Balance (MM USD)	2016	2017	2018E	2019E
Activos Corrientes	3.627	3.745	3.901	3.995
Activos no Corrientes	15.571	15.052	14.979	15.168
<b>Total Activos</b>	<b>19.198</b>	<b>18.798</b>	<b>18.879</b>	<b>19.164</b>
Pasivos Corrientes	6.222	5.843	5.885	5.886
Pasivos no Corrientes	8.791	8.688	8.346	8.146
<b>Total Pasivos</b>	<b>15.013</b>	<b>14.531</b>	<b>14.230</b>	<b>14.032</b>
Patrimonio	4.185	4.267	4.649	5.132
<b>Total Pasivos + Patrimonio</b>	<b>19.198</b>	<b>18.798</b>	<b>18.879</b>	<b>19.164</b>

Flujo de Caja Consolidado (MM USD)	2016	2017	2018E	2019E
Ebit	568	715	911	1.155
(-) Impuesto	163	174	227	310
<b>NOPAT</b>	<b>405</b>	<b>541</b>	<b>685</b>	<b>845</b>
(+) Depreciación	960	1.002	1.009	1.041
(-) Inversión	1.501	715	1.177	1.202
(-) Inversión en K de Trabajo	218	200	20	26
<b>Flujo de Caja Proyectado</b>	<b>-355</b>	<b>627</b>	<b>497</b>	<b>658</b>

Ratios	2016	2017	2018E	2019E
<b>Solvencia</b>				
Leverage	3,6	3,4	3,1	2,7
Deuda Neta Ajustada*/Ebitdar	5,3	4,5	4,0	3,5
Cobertura de Intereses	3,7	4,4	5,2	6,3
Deuda Corriente/Deuda Total	0,4	0,4	0,4	0,4
<b>Rentabilidad</b>				
ROE	1,7%	3,7%	8,7%	11,8%
ROA	0,4%	0,8%	2,1%	3,1%
ROCE	4,5%	5,9%	7,5%	9,5%

**Equity Research**  
**BCI Corredor de Bolsa**

Pamela Auszenker, CFA  
**Subgerente Equity Research**  
pamela.auszenker@bci.cl

Marcelo Catalán  
**Jefe Equity Research**

*Eléctrico*  
marcelo.catalan@bci.cl

Verónica Pérez  
**Analista Senior**  
*Retail*  
veronica.perez@bci.cl

Francisco Domínguez  
**Analista**  
*Bancos y Eléctrico*  
francisco.dominguez@bci.cl

Fernando Errázuriz  
**Analista**  
*Commodities, Forestal y Sanitarias*  
fernando.errazuriz@bci.cl

Fernando Domeyko  
**Analista**  
*Bebidas, TI, Telecom y Transporte*  
fernando.domeyko@bci.cl

Recomendación	Definición
Sobreponderar	La rentabilidad esperada en los próximos 12 meses para el instrumento financiero es superior en 2,5% o más respecto de nuestro retorno proyectado para el índice selectivo (IPSA).
Neutral	La rentabilidad esperada en los próximos 12 meses para el instrumento financiero se encuentra entre +/-2,5% respecto de nuestro retorno proyectado para el índice selectivo (IPSA).
Subponderar	La rentabilidad esperada en los próximos 12 meses para el instrumento financiero es inferior en 2,5% o más respecto de nuestro retorno proyectado para el índice selectivo (IPSA).
S.R.	Sin Recomendación.
E.R.	Precio en Revisión.

Prohibida la reproducción total o parcial de este informe sin la autorización de Equity Research - BCI Corredor de Bolsa

Riesgo alto/medio/bajo de recomendación de inversión implica una alta/media/baja sensibilidad a cambios en las principales variables que determinan el upside potencial de la acción. Asimismo, el análisis respectivo contempla tanto factores cuantitativos como cualitativos.

Este informe ha sido preparado con el objeto de brindar información a los clientes de Bci Corporate & Investment Banking. No es una solicitud ni una oferta para comprar y vender ninguno de los instrumentos financieros que en él se mencionan. Esta información y aquella en la que está basado, ha sido obtenida en base a información pública de fuentes que estimamos confiables. Sin embargo, esto no garantiza que ella sea exacta ni completa. Las recomendaciones y estimaciones que emite este Departamento de Estudios respecto de los instrumentos financieros que analizan responden exclusivamente al estudio de los fundamentos y el entorno de mercado en que se desenvuelven las compañías que se transan en bolsa y apoyado en las mejores herramientas disponibles. No obstante, esto no garantiza que ellas se cumplan. Todas las opiniones y proyecciones emitidas en este informe pueden ser modificadas sin previo aviso. Bci Corporate & Investment Banking y/o cualquier sociedad o persona relacionada con éste, puede en cualquier momento tener una posición en cualquiera de los instrumentos financieros mencionados en este informe y puede comprar o vender esos mismos instrumentos. El resultado de cualquier operación financiera, realizada con apoyo de la información que aquí se presenta, es de exclusiva responsabilidad de la persona que la realiza.