

## Latam Airlines

**Precio Objetivo:** CLP 4.090  
**Recomendación:** Mantener  
**Riesgo:** Alto

6 de octubre de 2015

Sector: Transporte

Analista: Andrea Neira

[andrea.neira@corpgroup.cl](mailto:andrea.neira@corpgroup.cl)

T: +56 2 2660 6053

### Información Compañía

Ticker: LAN CI Equity

Precio cierre (CLP por acción): 3.399,6

Rango 12M (CLP por acción): 3.270 – 7.360

Volumen Diario (USD millones): 4,8

Acciones (millones): 545,5

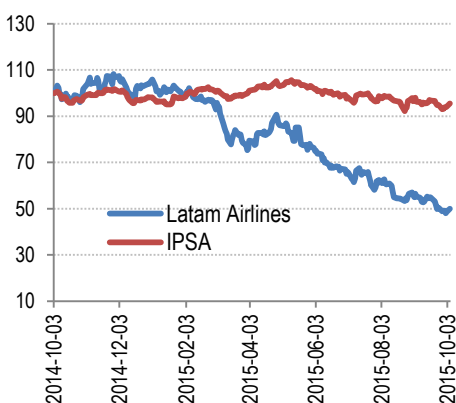
Capitalización de Mercado (USD millones): 2.713,8

Acciones / ADR: 1 Acción / ADR

### Precio Acción

#### Precio acción Latam Airlines vs IPSA

Base 100



Fuente: Latam Airlines, CorpResearch

## Actualización Precio Objetivo

### Recomendación y Tesis de Inversión

Actualizamos nuestra recomendación del precio objetivo para Latam Airlines a CLP 4.090 por acción para fines de 2016, con una recomendación de mantener con riesgo asociado alto, lo cual considera un alza de 20,3% en el precio (respecto al valor de cierre del 5 de octubre de 2015) y un retorno de dividendos de 1,7%, totalizando un retorno de 22,0%. Nuestra recomendación se basa en los siguientes argumentos:

**Débil escenario económico continuará presionando a la baja los yields en el mercado doméstico de Brasil.** Los yields en el mercado doméstico de Brasil han retrocedido en moneda local, debido al complejo escenario económico, que ha debilitado la demanda por vuelos, incluida la del segmento corporativo. Latam ha decidido ajustar a la baja su capacidad para este mercado, con lo cual estimamos que los yields seguirán cayendo en moneda local en lo que queda de 2015, pero en menor medida. Además la caída se profundizaría al representar este indicador en dólares. Para el próximo año se observarían yields superiores en moneda local, pero nuevamente caídas en dólares.

**Depreciación de las monedas, especialmente del real, continuaría debilitando la demanda por vuelos internacionales.** La depreciación de las monedas respecto al dólar ha tenido un impacto negativo en la demanda por vuelos internacionales, lo que ha afectado en mayor medida a los vuelos provenientes de Brasil. Se espera que en lo que queda del año y el próximo el real continúe depreciándose, por lo que el panorama no mejoraría significativamente para la aerolínea. Estimamos que el próximo año los yields aumentarían, debido a que se están implementando ajustes en las rutas, pero el avance sería leve, puesto que la depreciación de las monedas continuaría presionando este indicador a la baja.

**Reestructuración de la flota y plan de reducción de costos en un escenario con precio del combustible bajo.** Latam Airlines está renovando su flota, medida con la que esperan reducir el CASK en 5% a 2018 (sin tomar en cuenta variaciones de monedas y fuel). Por otro lado, buscan reducir este indicador en otro 5%, durante el mismo plazo, mediante el plan de reducción de costos que están implementando. Finalmente, se espera que el precio del petróleo continúe en niveles bajos en lo que queda de 2015 y 2016, lo que beneficiará a la aerolínea.

### Riesgos

**Exposición a países de alto riesgo.** Brasil y Argentina distan de ser países consolidados y estables como lo son Chile, Perú y Colombia. La exposición del conglomerado a estos países, en especial debido al gran tamaño de las operaciones en Brasil, ha reducido la confianza de los inversionistas en la empresa. Dicho nivel de riesgos golpean fuertemente a la hora de valorizar la empresa.

**Volatilidad del precio del petróleo.** El costo por combustible alcanza un 29% de los costos operacionales de Latam en junio de 2015, por lo que las fluctuaciones del petróleo tienen un impacto significativo en los resultados del conglomerado. El precio del commodity es determinado por los mercados internacionales, y su volatilidad agrega incertidumbre a la compañía al momento de decidir las coberturas y movimientos de las tarifas.



# Latam Airlines

Precio Objetivo (CLP):

4.090

Recomendación:

Comprar

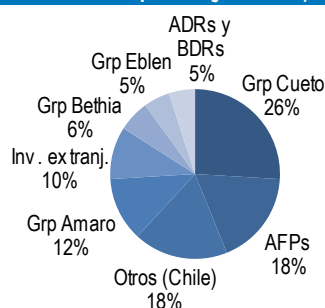
## Descripción Compañía

Latam Airlines es una aerolínea con participaciones en Brasil, Chile, Argentina, Colombia, Perú y Ecuador.

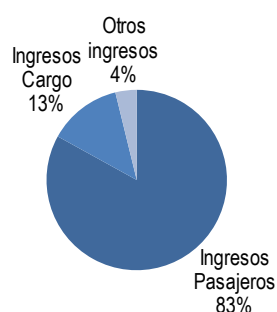
El negocio de pasajeros representaba un 83% de los ingresos al segundo trimestre de 2015, mientras que el de carga, un 13%.

A junio de 2015 un 33% del ASK del negocio de pasajeros corresponde al mercado doméstico de Brasil. Por otro lado, el negocio de pasajeros internacional concentra un 51% del ASK, del cual cerca de la mitad corresponde a vuelos relacionados con Brasil.

## Estructura Propiedad (julio 2015)



## Ingresos acumulados (junio 2015)



## ERR (USD MM)

	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Ventas</b>	<b>13.266</b>	<b>12.471</b>	<b>10.387</b>	<b>10.944</b>	<b>11.751</b>
Costos	-12.622	-11.958	-10.014	-10.528	-11.275
Resultado Operacional	644	513	373	417	476
Margen Operacional %	4,9%	4,1%	3,6%	3,8%	4,0%
<b>EBITDA</b>	<b>1.686</b>	<b>1.505</b>	<b>1.258</b>	<b>1.336</b>	<b>1.463</b>
Margen EBITDA %	12,7%	12,1%	12,1%	12,2%	12,4%
<b>EBITDAR</b>	<b>2.127</b>	<b>2.026</b>	<b>1.775</b>	<b>1.883</b>	<b>2.050</b>
Margen EBITDAR %	16,0%	16,2%	17,1%	17,2%	17,4%
Gastos Financieros Netos	-390	-340	-332	-359	-379
Resultado No Operacional	-928	-448	-567	-444	-299
Utilidad	-264	-77	-131	-19	122
<b>Utilidad Controladora</b>	<b>-281</b>	<b>-110</b>	<b>-161</b>	<b>-55</b>	<b>78</b>
Mg Neto (Controlador) %	-2,1%	-0,9%	-1,5%	-0,5%	0,7%
UPA (CLP / acción)	-260,50	-114,91	-201,41	-68,70	97,54

## Balance (USD MM)

	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Efectivo &amp; Equivalentes</b>	<b>1.985</b>	<b>989</b>	<b>1.141</b>	<b>1.144</b>	<b>1.574</b>
Otros activos corrientes	2.995	2.645	2.495	2.572	2.683
Propiedades, Plantas & Equipos	10.983	10.773	11.094	11.523	11.843
Otros activos no corrientes	6.669	6.077	5.231	5.231	5.231
<b>Total Activos</b>	<b>22.631</b>	<b>20.484</b>	<b>19.962</b>	<b>20.470</b>	<b>21.332</b>
Deuda Financiera	9.900	9.014	9.701	10.215	10.932
<b>Total Pasivos</b>	<b>17.305</b>	<b>15.981</b>	<b>16.188</b>	<b>16.782</b>	<b>17.616</b>
<b>Total Patrimonio</b>	<b>5.326</b>	<b>4.504</b>	<b>3.773</b>	<b>3.688</b>	<b>3.716</b>
Interes Minoritario	88	102	99	99	99

## FC (USD MM)

	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Resultado Operacional	644	513	373	417	476
Impuestos Ajustados	483	-84	-153	-124	-147
Depreciación & Amortización	1.042	991	885	919	987
Capex	-1.382	-1.440	-1.320	-1.348	-1.307
Δ Capital de trabajo	-109	-330	-169	4	5
<b>Free Cash Flow</b>	<b>677</b>	<b>-349</b>	<b>-385</b>	<b>-132</b>	<b>13</b>
Aumento de capital	889	156	0	0	0
Dividendos	-30	-35	-33	-30	-50
Aumento Deuda	770	-1.063	786	514	717

## Comparables

	P/U	VE/EBITDA
American Airlines	5,38	5,41
Delta Air Lines	12,7	7,55
Deutsche Lufthansa	5,67	2,24
Ryanair	20,31	11,89

## Ratios

	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Precio acción (CLP)	8.255	7.064	3.400	3.400	3.400
P / U (x)	-	-	-	-	34,9
Pasivos / patrimonio (x)	3,2	3,5	4,3	4,6	4,7
VE / EBITDA (x)	10,0	9,9	9,0	8,9	8,3
EBITDA / Gastos Fin. (x)	3,6	3,5	3,1	3,1	3,2
Deuda Fin. Neta / EBITDA (x)	4,7	5,3	6,8	6,8	6,4
ROA (%)	-1,2%	-0,5%	-0,8%	-0,3%	0,4%
ROE (%)	-5,4%	-2,5%	-4,4%	-1,5%	2,2%
Dividend Yield (%)	-	0,4%	0,6%	1,1%	1,8%
DPA (CLP/acción)	27,5	37,0	42,0	38,1	62,7

β (vs IPSA):

1,5

WACC:

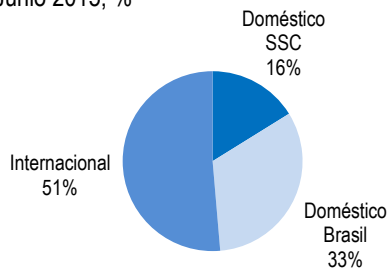
9,1%

Fuente: CorpResearch, Bloomberg, Reportes Financieros de la compañía.



## Distribución ASK del negocio de pasajeros

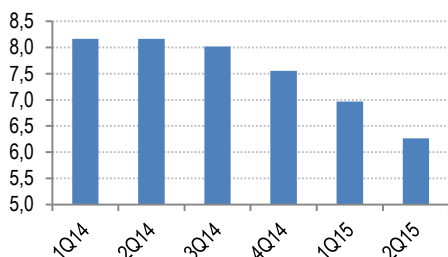
Junio 2015, %



Fuente: Reportes de la compañía

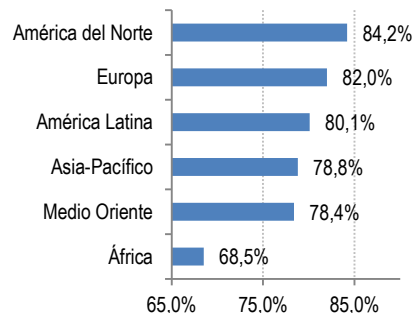
## RASK

US cents.



Fuente: Reportes de la compañía

## Factor de ocupación negocio de pasajeros YTD agosto 2015\*

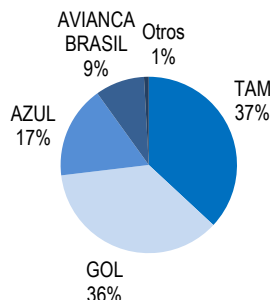


Fuente: IATA

\* Mercado total (doméstico+internacional)

## Participación por RPK en el mercado doméstico de Brasil

Enero-agosto 2015, %



Fuente: ANAC

## Contexto del negocio de pasajeros.

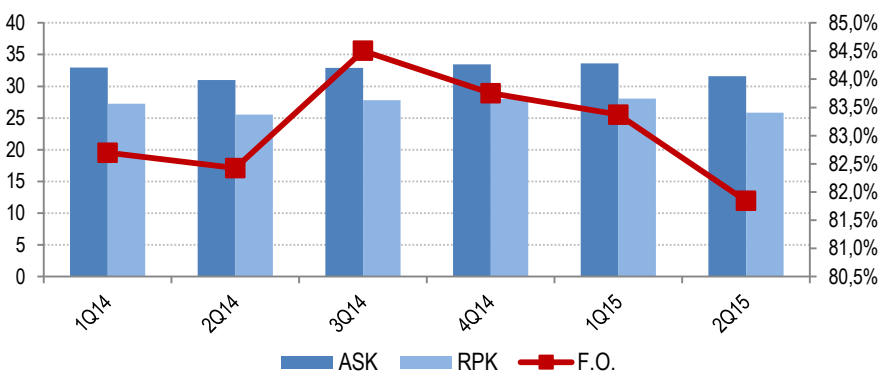
A junio de 2015 el 83% de los ingresos acumulados durante el año corresponde al negocio de pasajeros. De estos, el mercado internacional concentra un 51%, el mercado doméstico de Brasil un 33%, y el doméstico de habla hispana lo restante. Por otro lado, cerca de la mitad del ASK del mercado internacional proviene del tráfico aéreo relacionado con Brasil, por lo que la compañía se encuentra muy expuesta a las contingencias que ocurren en dicho país.

Los yields han caído producto de la desaceleración de las economías latinoamericanas, la depreciación de las monedas locales (especialmente del real brasileño) y la reducción de la demanda corporativa en Brasil. Esto se ve reflejado en menores niveles de RASK, indicador que ha disminuido este año principalmente en el mercado doméstico de Brasil e internacional.

Dado este complejo escenario la aerolínea se enfocará en la racionalización de la capacidad, de modo de mantener altos factores de ocupación, con un ajuste de oferta y demanda que permita obtener mayores yields, aumentando la eficiencia de sus operaciones.

## ASK, RPK y factor de ocupación de Latam Airlines

Miles de millones y %



Fuente: Reportes de la compañía

## Mercado doméstico de Brasil.

La contracción de la economía y la alta inflación están afectando negativamente las operaciones en Brasil, y han deprimido la demanda corporativa, lo que se ha visto reflejado en una caída en los yields. El informe "LatinFocus Consensus Forecast" de septiembre sitúa el crecimiento de Brasil para este año en -2,4%, y en -0,3% para 2016, por lo que estimamos que la demanda corporativa no se recuperaría en 2015, y tampoco se observarían mejoras significativas en 2016. Por otro lado, en el mismo estudio también consideran que la inflación en Brasil continuará alta en lo que queda del año (9,2% en el último trimestre), de manera que la demanda seguirá presionada a la baja, producto de la incertidumbre que generan estos niveles de inflación.

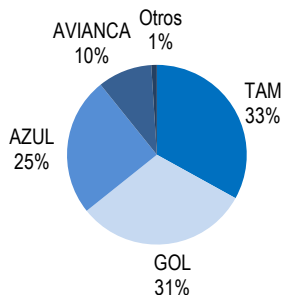
Proyecciones Brasil	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Crecimiento PIB (%)	2,7	0,1	-2,4	-0,3	1,0
Inflación (aop, %)	6,2	6,3	8,5	6,5	5,3
Tipo de cambio (aop, BRL por USD)	2,16	2,35	3,23	3,69	3,79

Fuente: LatinFocus Consensus Forecast



## Market share (ventas) vuelos corporativos en el mercado doméstico de Brasil

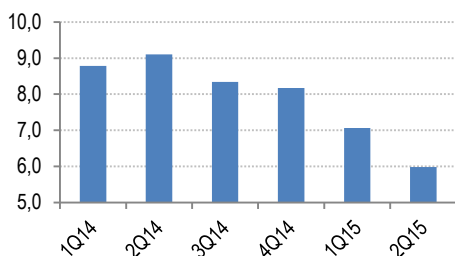
Primer semestre 2015



Fuente: Abracorp

## RASK doméstico de Brasil

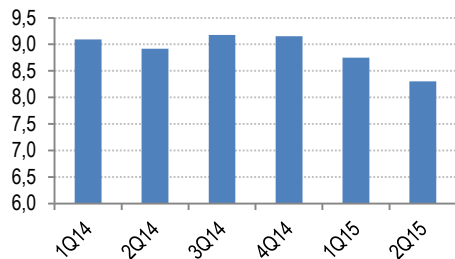
US cents.



Fuente: Reportes de la compañía.

## RASK doméstico SSC

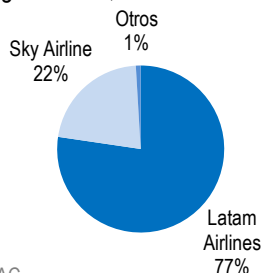
US cents.



Fuente: Reportes de la compañía.

## Participación por RPK en el mercado aéreo nacional

Enero-agosto 2015, %



Fuente: JAC

\* Participación de Latam considera Lan Airlines y Lan Express.

Tomando en cuenta este escenario Latam ha decidido ajustar a la baja su capacidad para el mercado doméstico de Brasil, con lo cual esperan una contracción de 2% a 4% en el ASK para este año. Con esta medida estimamos que el factor de ocupación se mantendrá alto y además en lo que queda del año los yields en moneda local continuarían retrocediendo respecto al año anterior, pero en menor medida (en comparación a las caídas registradas en el primer semestre), gracias a un mejor ajuste de la oferta con la demanda. Además nuevamente se observará una caída en dólares, producto de una mayor depreciación del real. Nuestras proyecciones consideran que el año 2016 será un poco mejor en términos de yields en moneda local, en línea con una menor inflación (proyección de 6,5% según "LatinFocus Consensus Forecast"), lo que impulsaría levemente la demanda, pero nuevamente muy deprimido en dólares.

## Mercado doméstico de habla hispana.

El mercado doméstico de habla hispana cuenta con operaciones en Chile, Perú, Argentina, Colombia y Ecuador, siendo el negocio en Chile el que concentra la mayor parte del ASK. Desde 2014 el ASK de este mercado ha crecido a menores tasas, en línea con la desaceleración que enfrentan los países latinoamericanos. Por otro lado, este año en general los yields están creciendo en monedas locales, pero a un menor ritmo, viéndose una disminución al transformarlos a dólares.

Proyecciones crecimiento PIB SSC	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Chile (%)	4,2	1,9	2,2	2,8	3,3
Perú (%)	5,8	2,4	2,9	3,8	4,3
Argentina (%)	2,9	0,5	0,6	1,2	1,7
Colombia (%)	4,9	4,6	3,0	3,0	3,6
Ecuador (%)	4,6	3,8	1,0	1,7	2,1

Fuente: LatinFocus Consensus Forecast

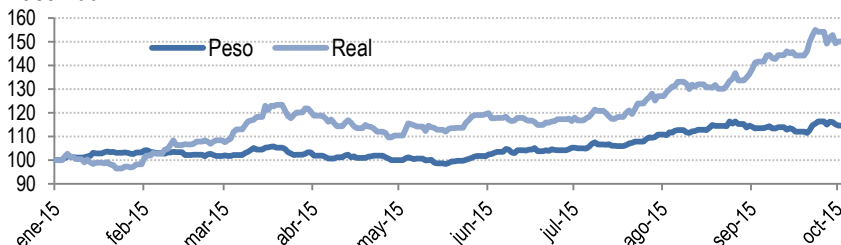
Estimamos que en lo que queda del año la tendencia será similar a la observada en el primer semestre. Por otro lado, en 2016 el ASK y los yields en moneda local registrarían un mayor crecimiento, puesto que las perspectivas económicas son levemente mejores para los países de este segmento.

## Mercado internacional.

La depreciación de las monedas respecto al dólar ha presionado a la baja la demanda por vuelos internacionales. Esto ha afectado en mayor medida a la demanda de vuelos provenientes de Brasil, segmento que concentra cerca de la mitad de la capacidad en el mercado internacional del conglomerado, producto de la incertidumbre que ha generado la fuerte depreciación del real. Esta situación ha presionado los yields a la baja, por lo cual Latam se está enfocando en los puntos de venta que tienen mayor demanda, de manera de disminuir el nivel de dependencia de las rutas que se encuentran débiles en Brasil.

## Evolución de las paridades CLP/USD y BRL/USD

Base 100

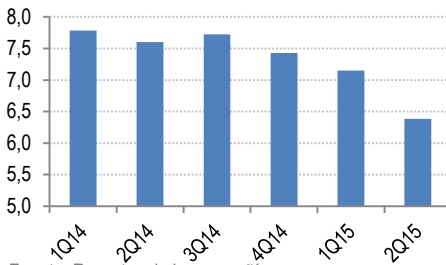


Fuente: Banco Central de Chile.



### RASK internacional

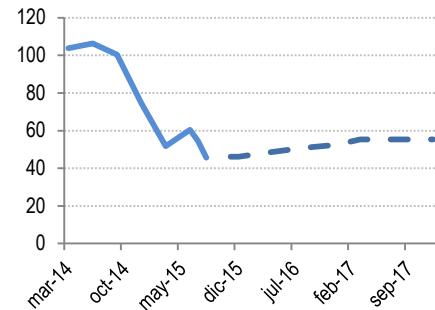
US cents.



Fuente: Reportes de la compañía.

### Proyecciones del FMI para el precio del petróleo (promedio Brent, Dubai y WTI).

USD/Barril

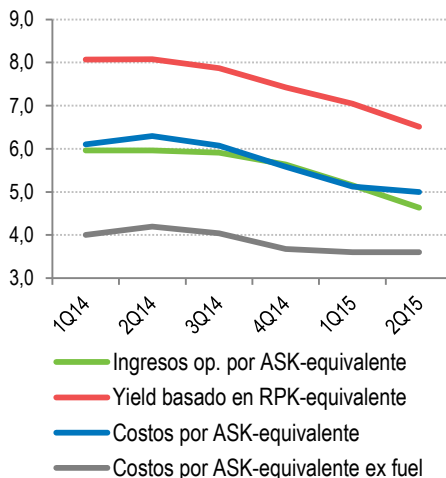


Fuente: FMI

\*Datos trimestrales hasta 2016, luego anuales. Para el 3Q15 se presentan sólo los datos históricos de julio y agosto.

### Ingresos y costos por ASK/RPK-equivalente

US cent.



Fuente: Reportes de la compañía.

Nuestras proyecciones consideran que el ASK del mercado internacional continuará creciendo en lo que queda del año y el próximo, en línea con el fortalecimiento de los hubs internacionales. Por otro lado, estimamos que en lo que queda del año los yields seguirán bajando (respecto al mismo período del año anterior), pero el próximo año aumentarían gracias a los ajustes en las rutas. Sin embargo, este avance sería leve, debido a que las monedas continuarían depreciadas en relación al dólar.

### Tráfico internacional con relación a Chile

Enero-agosto 2015

Operadores	Pasajeros	Participación
LAN AIRLINES	2.796.089	51%
T.A.M. LINEAS AEREAS	342.688	6%
SKY AIRLINE	318.192	6%
C.O.P.A.	276.519	5%
Otros	1.710.633	31%
<b>Total</b>	<b>5.444.121</b>	<b>100%</b>

Fuente: JAC

### Renovación de la flota, plan de reducción de costos y lanzamiento de "Latam".

La compañía está reemplazando aviones antiguos por modelos más eficientes en costos, con lo cual esperan reducir el CASK en 5% a 2018 (sin considerar la variación de las monedas y el combustible). Por otro lado, el conglomerado tiene un plan de reducción de costos con el que esperan bajar el CASK en otro 5% al 2018. De esta manera la base de costos debería ir reduciéndose cada año.

En cuanto al plan de reducción de costos, la compañía tiene contemplado lograr mayores eficiencias en combustible, flota y tasas (-2%), que actualmente representan un 29% de los costos operacionales de Latam, *overhead* (-20%), costos relacionados con los empleados de la operación (-7%), *procurement* (-7%), distribución (-8%), otros (-18%). De esta manera, planean lograr una reducción en costos de USD 800 millones a 2018 (sin contar variación de fuel y monedas, sólo crecimiento de ASK).

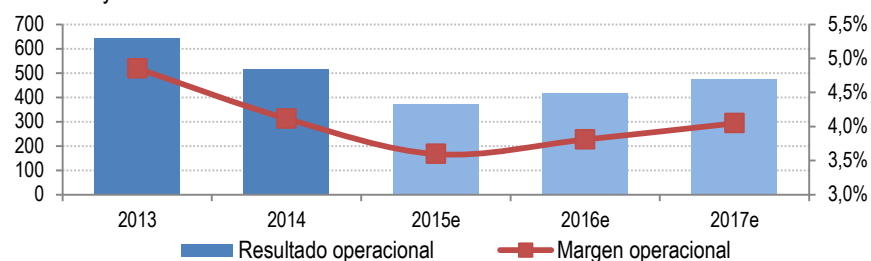
Por otro lado, el bajo precio del petróleo ayudará a bajar los costos de la aerolínea. El "IMF Primary Commodity Prices" de agosto de 2015 sitúa el precio promedio del crudo (promedio entre Brent, Dubai y WTI) en 46 USD/barril en el último trimestre de este año, para comenzar a aumentar en el trimestre siguiente, llegando a 63 USD/barril en 2020. Nuestras estimaciones para el Jet Fuel se basan en estas proyecciones del precio del petróleo.

Finalmente, la nueva marca, "Latam", que unificará definitivamente las operaciones de Lan y Tam, se lanzará oficialmente en 2016. Los costos asociados a esta operación rondarían los USD 30-40 millones, según la compañía (relacionados con, por ejemplo, la pintura de los aviones con la nueva marca, el cambio de uniforme de los trabajadores, etc). Sin embargo, estos costos se repartirán durante 3 años (2015-2017), de modo que coincidirán con costos que de todas maneras la empresa habría tenido que incurrir. Por ejemplo, la remodelación de los aviones coincidirá con la renovación/mantenimiento de flota que habría sido necesaria en ese momento aun si no se hubiese efectuado el lanzamiento de la nueva marca.

A pesar de las reducciones en costos, y del bajo valor del petróleo, se observará una reducción en el margen operacional de este año y el siguiente, asociada principalmente al complejo escenario económico de Brasil, que afecta significativamente las operaciones de la aerolínea.

### Resultado operacional y margen operacional

USD MM y %



Fuente: Latam Airlines, CorpResearch

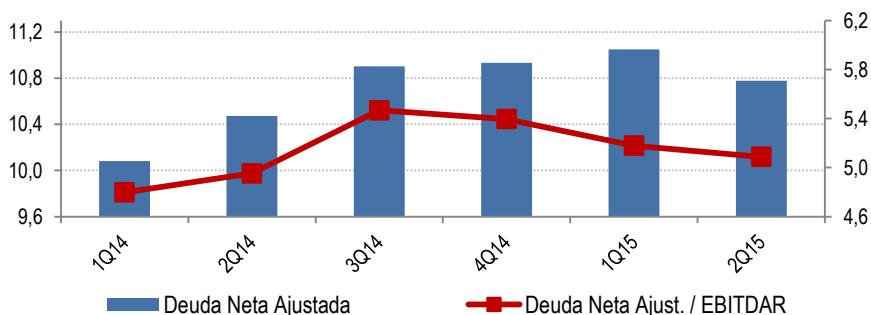
### Liquidez y endeudamiento.

El nivel de caja de la compañía a junio de 2015 es de USD 1.074 millones, mientras que la suma de la caja y valores negociables se sitúa en USD 1.610 millones. Latam enfrentará un escenario complejo durante los próximos meses, por lo que se enfocará en mantener niveles elevados de caja, por lo que estimamos que ésta se encontrará sobre los USD 1.000 millones en 2015 y 2016. A pesar de esto, no consideramos un aumento de capital para los próximos meses en nuestro modelo.

La deuda neta ajustada sobre EBITDAR se encontraba en 5,2 en junio de este año. Consideramos que este indicador subirá, principalmente por la caída que proyectamos en el EBITDAR. Sin embargo, en 2017 debería comenzar a mejorar, en línea con mayores márgenes operacionales.

### Deuda neta ajustada e índice de apalancamiento (12 meses)\*

USD MMM



Fuente: Reportes de la compañía.

\* Deuda Neta Ajustada = Obligaciones con bancos e inst. financieras corto y largo plazo + Obligaciones por leasing de capital corto y largo plazo + Otros pasivos corto plazo y largo plazo - Caja y valores negociables + Arriendos de aeronaves x 7.

### Valoración.

Para estimar el precio objetivo de Latam Airlines utilizamos un modelo de flujo de caja descontado (DCF), en el que proyectamos los flujos (nominales y en USD) hasta el año 2021, considerando un crecimiento a perpetuidad de 3,00% nominal. La tasa WACC utilizada para nuestro análisis considera un beta de 1,46 y toma en cuenta el riesgo de mercado de los distintos países donde opera Latam y las distintas tasas de impuestos de largo plazo de cada país. El valor final resultante de este análisis es un WACC de 9,10%, con la cual se lleva a cabo el descuento de los flujos de caja libre estimados para el conglomerado.



## CorpResearch

---

**Álvaro Donoso** Director CorpResearch  
adonoso@corpgroup.cl

---

## Estudios Económicos

**Sebastián Cerda** Director Ejecutivo CorpResearch y Estudios Económicos  
scerda@corpgroup.cl

**Karla Flores** Economista Senior  
karla.flores@corpgroup.cl

**Mauricio Carrasco** Economista  
mauricio.carrasco@corpgroup.cl

---

## Estudios de Renta Variable

**Cristóbal Casassus** Analista Senior. Sectores: Banca, Forestal.  
cristobal.casassus@corpgroup.cl

**Sergio Zapata** Analista Senior. Sectores: Eléctrico, Utilities.  
sergio.zapata@corpgroup.cl

**Patricio Acuña** Analista.  
patricio.acuna@corpgroup.cl

**Martín Antúnez** Analista. Sectores: Retail, Construcción.  
martin.antunez@corpgroup.cl

**Andrea Neira** Analista. Sectores: Commodities, Tecnología, Transporte.  
andrea.neira@corpgroup.cl

---

Rosario Norte 660 Piso 17, Las Condes, Santiago. Teléfono +562 2660 3600

[www.corpbancainversiones.cl](http://www.corpbancainversiones.cl)



## IMPORTANT US REGULATORY DISCLOSURES ON SUBJECT COMPANIES

This material was produced by CorpResearch, solely for information purposes and for the use of the recipient. It is not to be reproduced under any circumstances and is not to be copied or made available to any person other than the recipient. It is distributed in the United States of America by Enclave Capital LLC (19 West 44th Street, Suite 1700, New York, NY 10036). Enclave is a broker-dealer registered with the SEC and a member of FINRA and the Securities Investor Protection Corporation, only to "major U.S. institutional investors", as defined under Rule 15a-6 (a) (2) promulgated under the US Securities Exchange Act of 1934, as amended, and as interpreted by the staff of the US Securities and Exchange Commission. This document does not constitute an offer of, or an invitation by or on behalf of CorpResearch or its Head Office, Corpbanca or any other company to any person, to buy or sell any security. The information contained herein has been obtained from published information and other sources, which CorpResearch consider to be reliable. None of CorpResearch or its Head Office, Corpbanca, accepts any liability or responsibility whatsoever for the accuracy or completeness of any such information. All estimates, expressions of opinion and other subjective judgments contained herein are made as of the date of this document. Emerging securities markets may be subject to risks significantly higher than more established markets. In particular, the political and economic environment, company practices and market prices and volumes may be subject to significant variations. The ability to assess such risks may also be limited due to significantly lower information quantity and quality. By accepting this document, you agree to be bound by all the foregoing provisions.

1. CorpResearch or its Head Office, Corpbanca, may or may not have been beneficial owners of the securities mentioned in this report.
2. CorpResearch or its Head Office, Corpbanca, may have or not managed or co-managed a public offering of the securities mentioned in the report in the past 12 months.
3. CorpResearch or its Head Office, Corpbanca, may have or not received compensation for investment banking services from the issuer of these securities in the past 12 months and do not expect to receive compensation for investment banking services from the issuer of these securities within the next three months.
4. However, one or more of CorpResearch or its Head Office, Corpbanca may, from time to time, have a long or short position in any of the securities mentioned herein and may buy or sell those securities or options thereon either on their own account or on behalf of their clients.
5. As of the publication of this report CorpResearch does not make a market in the subject securities.
6. CorpResearch or its Head Office, Corpbanca, may or may not, to the extent permitted by law, act upon or use the above material or the conclusions stated above or the research or analysis on which they are based before the material is published to recipients and from time to time provide investment banking, investment management or other services for or solicit to seek to obtain investment banking, or other securities business from, any entity referred to in this report.

Enclave Capital LLC is distributing this document in the United States of America. CorpResearch accepts responsibility for its contents. Any US customer wishing to effect transactions in any securities referred to herein or options thereon should do so only by contacting a representative of Enclave Capital LLC.

This investment research is not intended for use by any person or entity that is not a major U.S institutional investor. If you have received a copy of this research and are not a major U.S institutional investor, you are instructed not to read, rely on or reproduce the contents hereof, and to destroy this research or return it to CorpResearch or to Enclave. Analyst(s) preparing this report are employees of CorpResearch who are resident outside the United States and are not associated persons or employees of any US registered broker-dealer.

Therefore, the analyst(s) are not be subject to Rule 2711 of the Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) or to Regulation AC adopted by the U.S Securities and Exchange Commission (SEC) which among other things, restrict communications with a subject company, public appearances and personal trading in securities by a research analyst. Any major U.S Institutional investor wishing to effect transactions in any securities referred to herein or options thereon should do so by contacting a representative of Enclave Capital LLC.





## Disclaimer

Este informe ha sido preparado con el objeto de brindar información a los clientes de CorpBanca y/o cualquiera de sus filiales, o persona relacionada con éste. No es una solicitud ni una oferta para comprar o vender ninguna de las acciones, bonos o cualquier tipo de instrumento financiero que en él se mencionan o relacionados con las empresas o el mercado que en él aparecen. Tanto la información propia de este informe como aquella en la que está basado, ha sido obtenida en base a antecedentes públicos de fuentes que hasta donde podemos estimar nos parecen confiables, sin hacer uso de información privilegiada alguna. Sin embargo, esto no garantiza que ella sea exacta ni completa. Si bien las proyecciones y estimaciones que aquí se presentan han sido elaboradas por nuestra Área de Research, que pertenece a nuestra relacionada Corp Research S.A., apoyada en las mejores herramientas disponibles, ello no garantiza que ellas se cumplan.

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. En consecuencia, las proyecciones y estimaciones presentadas en este informe no deben ser la única base para la adopción de una adecuada decisión de inversión y cada inversionista debe efectuar su propia evaluación en función de su situación personal, estrategia de inversión, tolerancia al riesgo, situación impositiva, etc. Antes de realizar cualquier transacción respecto de cualquiera de estos instrumentos, los inversionistas deberán informarse sobre las condiciones de la operación, así como de los derechos, riesgos y responsabilidades implícitos en ella. Corp Research y/o cualquiera de sus filiales o persona relacionada con éste no asumen responsabilidad alguna, ya sea directa o indirecta, derivada del uso de este documento o su contenido.

Todas las opiniones y expresiones contenidas en este informe pueden ser modificadas sin previo aviso. Corp Research y/o cualquiera de sus filiales o persona relacionada con éste, puede en cualquier momento tener una posición larga o corta en cualquiera de los instrumentos financieros mencionados en este informe y podrá comprarlos o venderlos.

Se deja constancia que los valores extranjeros y sus emisores a que se haga referencia en este informe, no se encuentran inscritos en Chile y, en consecuencia, no les son aplicables las leyes que rigen el mercado de capitales nacional. En relación a dichos valores, los inversionistas son responsables de informarse previamente de éstos, y de sus circunstancias antes de tomar cualquier decisión de inversión.

Corp Research S.A. es una empresa filial de CorpGroup y puede tener negocios, ahora o en el futuro, tanto con Corpbanca y cualquiera de sus filiales o persona relacionada con éste. Sin embargo, Corp Research S.A. emite sus opiniones de acuerdo a los fundamentos relevantes para recomendar la toma de decisiones de inversión e independientemente de los mandatos que pueda tener Corp Research S.A. con esas empresas. Las recomendaciones que emite el Área de Research respecto de los valores que monitorean sus analistas, responden exclusivamente al análisis de los méritos y el entorno de mercado en que se desenvuelven las compañías que transan en bolsa. Por su parte, Corpbanca Corredores de Bolsa S.A., sociedad filial de Corpbanca, maneja una cartera propia, no dependiendo su cartera de los clientes que Corpbanca tenga.