

“El placer de volar” LATAM ayer, hoy ... ¿y mañana?

William Baeza
Febrero de 2018

Si tu amigo/a que acaba de volver de vacaciones te dice que perdió su vuelo de conexión, probablemente viajó en LATAM. Es una apuesta segura. Quedó en el pasado la empresa rentable y de gran servicio que conocimos.

Ayer

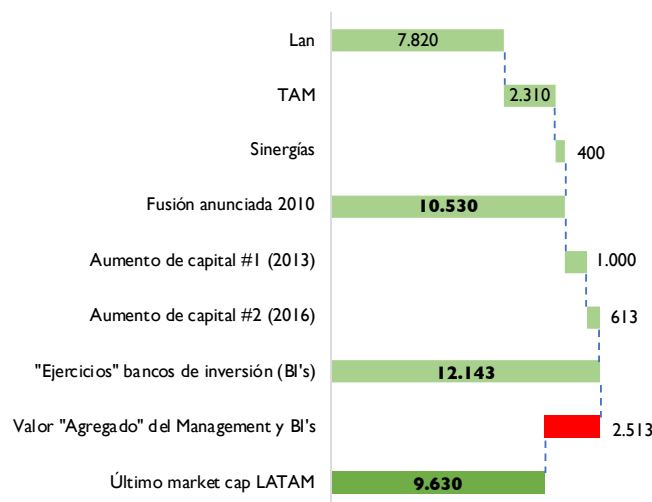
Hasta 2012 LAN publicaba sus cifras de puntualidad. Si bien empeoraban en temporada alta, había transparencia. Era más LAN que LATAM. Luego, ese indicador de calidad de servicio no se publicó más.

Cuando anunció la fusión con TAM el 13 de agosto de 2010, el mercado estalló en llamas. Felicidad pura de analistas, portafolio managers, gerentes de inversiones y sus jefes.

¿Y nuestra reacción? Abrir la recién estrenada planilla excel con el ranking de emisores latinoamericanos de deuda (bonos en dólares). Sabíamos que TAM era un emisor relevante y activo en el mercado. La pregunta era ¿qué calidad de crédito tenía lo que estaba comprando LAN? [Teníamos una metodología y herramienta superior](#). De las 65 compañías en nuestro ranking, ordenadas desde la de mejor calidad de crédito (1) hasta la peor (65), TAM estaba en un incómodo lugar 58. **Eso permitía adelantar una gran indigestión para LAN.** Absorbía un mal balance y una flota de aviones más grande. Además, los resultados de las fusiones en EE.UU. no eran alentadores. Esas compañías fusionadas hablaban el mismo idioma. En el caso LAN-TAM, las diferencias culturales y de idioma eran viento de frente para la transacción, que desde nuestro punto de vista no se podía pasar por alto. Los oídos del mercado no estaban para escuchar voces aguafiestas. Brasil, los BRIC, el Mundial de Fútbol, los Juegos Olímpicos de Río; eso sí era sexy de escuchar.

La fusión LAN-TAM resultó ser un ejercicio de banco de inversión. Desde ahí en adelante, da la impresión que LATAM no volvió a ser gestionado como un negocio. Si hacemos los números de capitalización bursátil de LAN y TAM antes que se anunciara la fusión, si sumamos las sinergias que calcularon los bancos de inversión, los aumentos de capital subsiguientes y comparamos ese número con el market cap actual de LATAM; las decisiones del management y la asesoría que le dieron los bancos de inversión, han destruido 2.500 millones de dólares. Más de lo que valía TAM pre-anuncio de fusión (ver gráfico). El retorno al capital invertido ha sido muy negativo.

Los números de la fusión LAN-TAM
Un ejercicio de banco de inversión



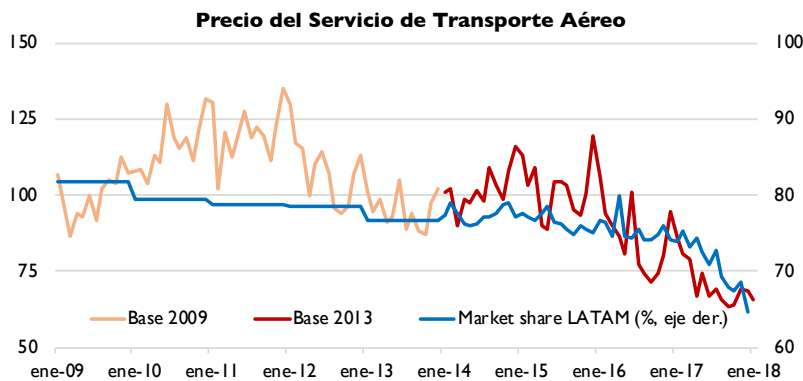
La mejor frase que resume lo sucedido entorno a LATAM es la siguiente:

*The day of justice will come, and it is a great pleasure for the artist (analista),
a supreme pleasure, to be able to say: 'Imbeciles, you were wrong!'*

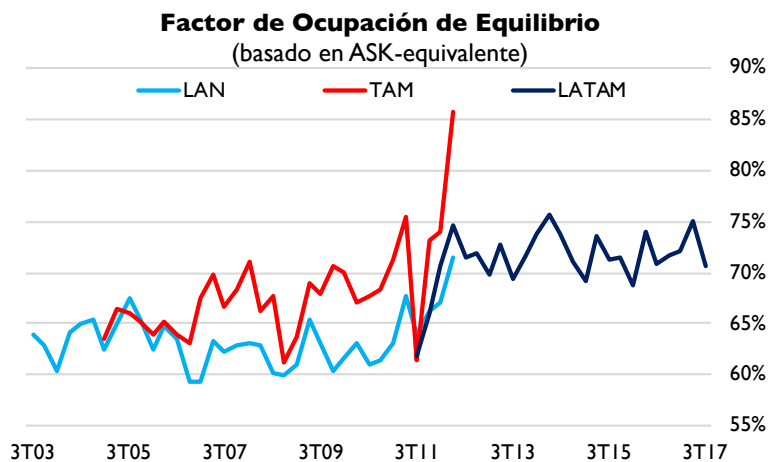
- Giuseppe Verdi -

Hoy

En 2017 operaron 9 aerolíneas a nivel nacional. Desde 2005 en adelante, el mayor número de operadores fue 7. La mayor competencia se ha reflejado en que LATAM ha perdido participación de mercado (market share) y ha reducido sustancialmente sus tarifas locales (ver gráfico). Las agencias clasificadoras de riesgo Fitch y Moody's asignaban en mayo de 2017 un rating B+, a la espera de una estabilización de las métricas de crédito. Es probable que dicha estabilización no ocurra. El recrudecimiento de la intensidad competitiva en Chile, podría colocar presión adicional sobre LATAM.



LATAM necesita llevar sus aviones tan llenos como sea posible. El siguiente gráfico muestra qué porcentaje de los asientos debe llenar, a las tarifas actuales, para cubrir sus costos operativos. Antes de la fusión con TAM, el factor de ocupación de equilibrio era menor a 65%, es decir, era una empresa rentable. Hoy, con ese indicador en torno a 75%, es una empresa en riesgo. Más detalles en breve.



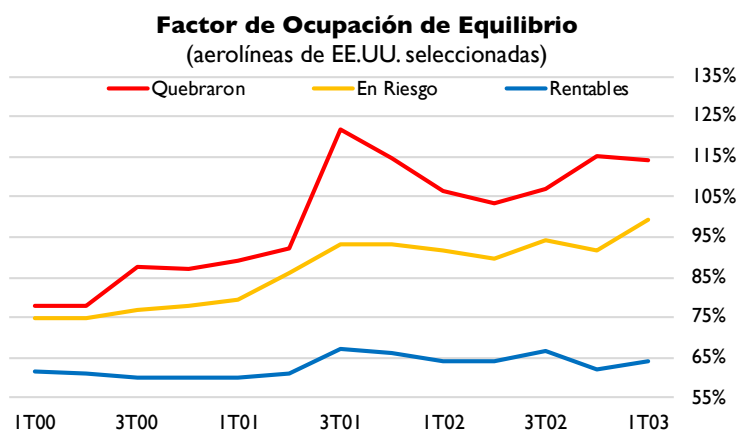
¿Y mañana?

Las autoridades de Transportes ya adelantaron que en 2018 ingresarían 4 operadores a las rutas internacionales. La política de cielos abiertos (¿y aeropuertos abiertos?) ha ganado tracción. Estos nuevos competidores están mejor capitalizados que LATAM. Las dificultades podrían multiplicarse. Mantén abrochado tu cinturón de seguridad mientras la señal luminosa esté encendida.

¿Y qué dicen las otras aerolíneas? De manera inédita, entre enero y febrero el diario La Tercera ha capturado las impresiones de los líderes de los principales operadores locales. Aquí, frases seleccionadas y nuestra lectura:

- LATAM “Debiéramos seguir avanzando a que existan muchas menos líneas aéreas en el mundo” por Ignacio Cueto, Presidente (07/enero). Nuestra lectura: (1) no nos gusta competir, (2) estamos a la venta
- Jetsmart “La razón es básicamente para crecer más rápido y de manera eficiente. Los 6 aviones empezarán a llegar en 2018” por Estuardo Ortiz, Gerente General (12/enero). Nuestra lectura: Llegamos para quedarnos
- LAW “Si no tenemos espaldas para implementar nuestro modelo, es mejor retirarnos” por Andrés Dulcinelli, Gerente General (05/febrero). Nuestra lectura: *Houston, we've had a problem*
- Sky “Hoy tenemos una tasa de crecimiento anual cercana al 15% y podríamos financiarlo con nuestros mismos recursos; sin embargo, para crecer a 25% ya implica ver otras posibilidades de financiamiento” por Holger Paulmann, Presidente (06/febrero). Nuestra lectura: tenemos un modelo financiero para analizar las decisiones de crecimiento

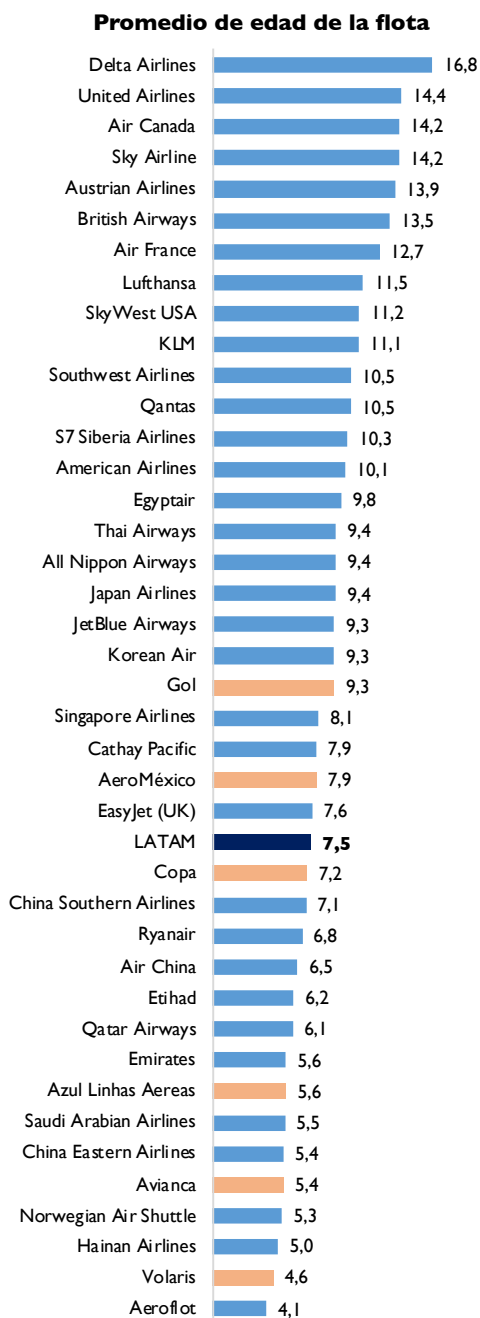
Si bien LATAM tiene un modelo de negocios diversificado y una importante posición regional, su posición es frágil, en un entorno competitivo cada vez más intenso. Una idea de lo que puede suceder mañana, viene de examinar cifras del U.S. Department of Transportation. Históricamente, empresas que necesitaron llenar más del 75% de sus asientos para cubrir sus costos operativos, estaban en riesgo. ¿Y qué hicieron al respecto? Algunas se redujeron de tamaño, otras cambiaron de controlador, unas fueron compradas y, en el límite, las más críticas quebraron. Ello es elocuente en el siguiente gráfico.



Nuestras empresas más importantes han crecido en Chile y en el extranjero, han adquirido a competidores, han realizado cambios de imagen corporativa; aunque sus indicadores de rentabilidad sobre el patrimonio siguen siendo de un solo dígito y con seguridad menor al costo de capital. Es decir, el management de esas empresas destruye valor. Sería una señal muy positiva que las empresas más importantes de Chile hagan ejercicios de revisión de sus decisiones de inversión, que muestren el valor que han creado para los accionistas o las lecciones que han aprendido.

A diciembre de 2017 la inversión en LATAM era el 0,9% de los activos totales de las AFPs, el 2,2% de la inversión en acciones, el 6,6% del total de inversiones en sociedades anónimas chilenas. Una inversión muy significativa. No obstante, podría ser mayor. LATAM, sus gerentes y controladores, han destruido valor. Es básico que ello no ocurra hacia delante con otras empresas. Está en juego nuestro prestigio empresarial, la rentabilidad de las inversiones de las AFPs y las pensiones de todos sus afiliados. [Contáctanos](#) para ayudarte a evaluar tus inversiones actuales y futuras.

Desde LATAM podrán justificar que tienen una de las flotas más nuevas a nivel mundial, aunque eso no marca una diferencia con su competencia relevante en Latinoamérica, que aparecen en otro color en el gráfico. Debemos evolucionar desde las excusas y justificaciones vagas, a los análisis basados en datos.



Saludos cordiales,

William Baeza

wbaeza@gibak.cl

www.gibak.cl

Gibak

| Socio Líder

| Estrategia y M&A

| Cel.: +56 9988 79801