
LATAM AIRLINES: DISTINTAS VISIONES

Por **Joaquín Aguirre, CFA**. "Prepararse para el impacto" es una frase que ningún pasajero de avión espera escuchar en su vida, pues la tasa de accidentes de aviones es 1 en 5,4 millones, lo que se traduce en que un pasajero debería volar todos los días durante aproximadamente 240 años para sufrir un accidente aéreo[1]. Sin embargo, hoy son los accionistas y acreedores de la industria aeronáutica los que deben abrocharse los cinturones y apoyar sus cabezas sobre las rodillas, pues la actual pandemia no está perdonando a ninguna flota y está menoscabando la salud financiera de la industria aeronáutica.

Latam Airlines no es la excepción. La estrepitosa caída de los precios de sus acciones y bonos en conjunto con el acogimiento del proceso de quiebra de EE.UU. (capítulo 11) no solo representa un fuerte impacto para sus aportantes de capital, sino para el circuito corporativo latinoamericano y especialmente chileno, donde Latam Airlines es la más nítida representación de la capacidad de los chilenos de jugar en las grandes ligas.

En CFA Society Chile reconocemos que esta situación tiene distintas aristas. Por esa razón sostuvimos un concurrido webinar titulado **Latam Airlines: Distintas Visiones**, donde invitamos a cuatro expertos para tratar esta situación. Contamos con **Juan Pablo Bórquez**, director de BY Estrategica y especialista en negociaciones y reestructuraciones corporativas, **Ricardo Delpiano**, consultor aeronáutico e investigador de Aeródromos IGS, **Pamela Auszenker, CFA**, Head of strategy - BCI Corredores de bolsa, y **Diego Torres**, Head of EM Fixed Income Research, MCC - Itaú.

Las Visiones

A nivel general, hubo consenso en que Latam Airlines cuenta con un buen posicionamiento regional, cuya estructura ha sido bastante simplificada y cuyos resultados la transforman en una compañía sustentable, donde la clave será determinar cuál será el tamaño óptimo (en términos de flota) y la estructura de capital acorde con su nueva realidad.

Dentro de las exposiciones, subyace la idea de que un proceso de liquidación es altamente improbable y que el valor para los *stakeholders* es claramente mayor con una compañía en funcionamiento (en vez de liquidada). Sin embargo, hay intereses contrapuestos entre los acreedores y los accionistas, y también *intra* acreedores, pues la deuda con colateral (*senior secured*) tendría prioridad frente a las acreencias de la deuda sin colateral (*senior unsecured*), donde se contemplan los bonos en UF y en dólares.

De acuerdo a **Juan Pablo Bórquez**, para asegurar su continuidad, Latam Airlines se acoge al Capítulo 11 como un mecanismo de protección ante el desposeimiento y las ejecuciones de los acreedores. En el entendido que gran parte de su flota se encuentra prendada.

Bórquez además señala que la emisión de un tramo de Debtor in Possession (DIP) sería la consecuencia natural de este proceso, al asegurar que el control permanezca en la dirección de Latam Airlines en vez de en un *Trustee* (fideicomiso). Sin embargo, esta estructura es prioritaria ante los otros *stakeholders* (deuda y equity) y podría resultar en una mayor dilución tras una eventual conversión.

Por su parte, **Ricardo Delpiano** reconoce que Latam Airlines, a diferencia de sus competidores regionales, presenta varias ventajas, dónde se cuentan su posición de mercado, su buen historial, y el respaldo de sus accionistas. Además, su diversificación geográfica le permite continuar con su modelo de negocio y seguir creciendo, lo que repercute en una mayor confianza respecto a la rápida recuperación de la compañía.

Si bien el escenario de la industria lo califica como *mu*y incierto, sostiene que la compañía tomará un rol protagónico en la región y reconoce que la industria presentará cambios donde probablemente observaremos mayor consolidación y nuevas oportunidades y segmentos abordados por las líneas *low cost*.

Respecto a la valorización de las acciones, **Pamela Auszenker**, de BCI, comparte la opinión de que el escenario es altamente incierto. Sin embargo reconoce dos certezas: Dilución de las acciones y *Haircut* (quita) de la deuda. En **BCI Corredores de Bolsa** estiman como supuestos base un EBITDA de USD 1.2 - 1.5bn (desde USD 2.2bn), un ratio de *EV/EBITDA* de 6 veces y un nivel de dilución cercano a USD 2bn, lo que implica que es necesario un *haircut* de 50% de la deuda financiera para poder observar un resultado positivo para los accionistas. Claramente estas estimaciones son altamente sensibles a los supuestos, pues con un 40% de *haircut* la estimación del precio de las acciones es aproximadamente USD 1, mientras que con 50% de *haircut* es aproximadamente USD 2.

Auszenker explica 3 razones por las que el valor de las acciones no es nulo. La primera tiene que ver con aspectos idiosincráticos de los inversionistas al *anclar* sus precios objetivos a los iniciales. La segunda razón proviene del carácter de los dueños, quienes han exhibido un gran respaldo y compromiso para asegurar la continuidad de la empresa. La tercera razón va de la mano de la gran variabilidad de supuestos respecto al Ebitda y al *haircut*, dónde algunos analistas son bastante optimistas.

También está la percepción de que la reestructuración involucre alguna participación accionaria para los acreedores, lo que acrecentaría aún más la dilución.

Por el lado de la renta fija, **Diego Torres** sostiene que los precios relativos de los bonos de Latam Airlines en relación a los de algunos competidores regionales que también se encuentran en dificultades, reflejan la expectativa de que una liquidación es altamente improbable y de que la posición operativa y financiera de Latam Airlines es más auspiciosa.

Torres profundiza este punto al destacar que los bonos *senior unsecured* de Latam Airlines se transan por sobre los bonos *colateralizados* de Avianca (que cuenta con 2x de garantía). Los precios de los bonos mencionados son de 28% versus 20% de sus valores par, respectivamente. Una situación similar se observa al compararlo con Aeroméxico.

Sin embargo, observa un fuerte castigo para la deuda *unsecured* dentro de la compañía y sostiene que gran parte del costo será pagado por los acreedores *unsecured*, lo que se traduce en la expectativa de que la deuda *secured* será resuelta a un valor cerca de par en desmedro de los acreedores *unsecured*.

Finalmente, los asistentes participaron respondiendo una breve encuesta respecto a sus futuras conductas de vuelo y sus expectativas respecto a la compañía.

Encuesta

1- ¿Si usted tuviera acciones de Latam Airlines, suscribiría el DIP?

Si: 72.5% No: 27.5%

2- ¿Usted sacará un pasaje de avión en los próximos 6 meses?

Si: 63.3% No: 36.7%

3- ¿Usted cree que sus hábitos de viaje cambiarán post pandemia?

Si: 58.3% No: 41.7%

4- ¿De qué depende que se recupere la industria?

De que aparezca la vacuna: 65.0%

De que se abran las fronteras: 22.5%

De que se levante la cuarentena: 9.2%

De que bajen los precios: 3.3%

Para ver el video del webinar, hacer click en el siguiente vínculo:

<https://www.youtube.com/watch?v=kxAH9cQJOuM>

[1] Ricardo J. Delpiano. La Tercera, 13 de marzo de 2019. ¿Cuáles son las probabilidades de morir en un accidente aéreo?