



Universidad de San Andrés

Escuela de Administración y Negocios

Magister en Finanzas

*Valuación del Capital accionario de
American Airlines Group, Inc.*

Autor: Tomás Predovic Molinuevo

DNI: 39.360.020

Director de Trabajo Final de Graduación: Ignacio Warnes

Buenos Aires, enero 2024

Índice

I- Resumen Ejecutivo.....	6
II- La Industria	7
a) Información y datos	7
b) La situación en el mundo y la evolución en los últimos años	8
c) Métricas e indicadores.....	9
d) Evolución de métricas.....	11
III- La compañía	15
a) Objetivos de American Airlines Group, Inc.	15
b) Sus inicios y la evolución con los años.....	15
c) Modelo de negocio y recursos clave.....	17
d) Canales de distribución.....	20
e) Estrategias de marketing.....	20
f) Identidad de la marca.....	22
g) Principales accionistas.....	23
h) Inversiones de capital American Airlines.....	23
IV- Análisis Financiero.....	25
a) Ingresos y costos.....	25
b) Márgenes.....	27
c) Evolución del EBITDA.....	29
d) Activos y pasivos	30
e) Ratios de rentabilidad.....	31
e.1) ROA: Retorno sobre activos.....	31
e.2) ROE: Retorno sobre capital.....	32
f) Ratios de endeudamiento.....	35
f.1) Deuda/Activos	35
f.2) Deuda/Capitalización de mercado	35
f.3) Deuda neta/EBITDA.....	36
g) Ratios de liquidez.....	37
g.1) Ratio circulante.....	37
V- Valuación DCF.....	38
a) Metodología.....	38
b) Cálculo de tasa de descuento (WACC).....	39
c) Flujo de fondos proyectados.....	41

c.1) Ingresos operativos.....	43
c.1.1) Ingresos por pasajeros.....	43
c.1.2) Ingresos por transporte de carga.....	48
c.1.3) Otros ingresos.....	50
c.2) Costos operativos.....	51
c.2.1) Combustible e impuestos relacionados.....	52
c.2.2) Salarios y beneficios.....	53
c.2.3) Gastos regionales.....	53
c.2.4) Mantenimiento, materiales y reparaciones.....	54
c.2.5) Otros alquileres y tasas.....	54
c.2.6) Alquiler de aeronaves y motores.....	54
d) Inversiones de capital.....	55
e) Amortizaciones.....	56
f) Capital de trabajo.....	56
g) Perpetuidad.....	57
h) Flujo de fondos descontado.....	57
h.1) Escenario base.....	58
h.2) Escenarios alternativos.....	58
VI- Valuación por Múltiplos.....	60
VII- Conclusión.....	64
VIII- Glosario.....	65
IX- Anexos.....	66
X- Bibliografía.....	73

Índice de Tablas

Tabla 1: Factor de ocupación industria aeronáutica 2005-2022.....	11
Tabla 2: Número de vuelos (en millones) industria aeronáutica 2005-2022.....	13
Tabla 3: RPM (Revenue Passenger Miles) industria aeronáutica 2005-2022.....	14
Tabla 4: Flota de American Airlines al 31-12-2022.....	19
Tabla 5: Inversiones de capital American Airlines 2015-2022.....	24
Tabla 6: Ganancia bruta y Margen bruto American Airlines 2015-2022.....	27
Tabla 7: Margen Operativo American Airlines y principales competidores 2015-2022.....	29
Tabla 8: Evolución EBITDA American Airlines 2012-2022.....	29

Tabla 9: Detalle de activos y pasivos 2017-2022.....	31
Tabla 10: ROA American Airlines y principales competidores 2014-2022.....	32
Tabla 11: Recompra de acciones ordinarias 2015-2022.....	34
Tabla 12: ROE American Airlines y principales competidores 2015-2022.....	34
Tabla 13: Deuda/Activos American Airlines y principales competidores 2017-2022.....	35
Tabla 14: Deuda/Capitalización de mercado American Airlines y principales competidores 2017-2022.....	36
Tabla 15: Deuda neta/EBITDA American Airlines y principales competidores 2015-2022.....	37
Tabla 16: Ratio circulante American Airlines y principales competidores 2017-2022.....	37
Tabla 17: Capitalización de mercado de American Airlines al 31-12-2022.....	40
Tabla 18: Cálculo WACC American Airlines al 31-12-2022.....	41
Tabla 19: Transporte de pasajeros a nivel mundial 2015-2022 – Industria aeronáutica.....	44
Tabla 20: Transporte de pasajeros en Estados Unidos y China 2015- 2022 - Industria aeronáutica.....	44
Tabla 21: Ingresos operativos American Airlines 2008-2019.....	45
Tabla 22: Ingresos por transporte de pasajeros por región geográfica 2017-2022.....	45
Tabla 23: Ingresos por programa "Loyalty revenue" 2017-2022.....	45
Tabla 24: RPM American Airlines y principales competidores 2012-2022.....	46
Tabla 25: Factor de ocupación American Airlines y principales competidores 2012-2022.....	47
Tabla 26: Transporte de carga a nivel mundial 2015-2022 – Industria aeronáutica.....	49
Tabla 27: Transporte de carga en Estados Unidos y China 2015-2022 – Industria aeronáutica.....	49
Tabla 28: Ingresos por transporte de carga American Airlines 2015-2022.....	50
Tabla 29: Otros ingresos operativos American Airlines 2015-2022.....	51
Tabla 30: Detalle de costos operativos American Airlines 2015-2022.....	51
Tabla 31: Evolución del precio del combustible - Servicio doméstico 2017-2022.....	52
Tabla 32: Evolución del precio del combustible - Servicio Internacional 2017-2022.....	52
Tabla 33: Evolución del precio del combustible – Servicio Total 2017-2022.....	53
Tabla 34: Salarios y beneficios otorgados 2015-2022.....	53
Tabla 35: Alquiler de aeronaves y motores 2023-2027.....	55
Tabla 36: Inversiones de capital American Airlines 2023-2027.....	55
Tabla 37: Aeronaves pendientes de recepción 2023-2027.....	55
Tabla 38: Capital de trabajo American Airlines 2015-2022.....	56
Tabla 39: Modelo escenario base.....	58
Tabla 40: Márgenes según escenarios.....	59

Tabla 41: Conclusiones de valor.....	59
Tabla 42: EV/EBITDAR promedio 31-12-2022.....	60
Tabla 43: Rango EV/EBITDAR 31-12-2022.....	61
Tabla 44: Matriz de valuación por múltiplo EV/EBITDAR (Capital Accionario).....	61
Tabla 45: Matriz de valuación por múltiplo EV/EBITDAR por acción	61
Tabla 46: EV/Sales promedio 31-12-2022.....	62
Tabla 47: Matriz de valuación por múltiplo EV/Sales (Capital Accionario).....	62
Tabla 48: Valuación por Múltiplos – Rango EV/Sales por acción.....	63
Tabla 49: Estado de Resultados histórico American Airlines 2015-2022.....	67
Tabla 50: Flujo de caja histórico American Airlines 2015-2022.....	67
Tabla 51: Estado de Situación Patrimonial histórico American Airlines 2018-2022.....	68
Tabla 52: Escenario de base – Proyección ingresos 2023-2027.....	69
Tabla 53: Escenario optimista/positivo – Proyección ingresos 2023-2027.....	69
Tabla 54: Escenario pesimista/negativo – Proyección Ingresos 2023-2027.....	69
Tabla 55: Escenario “Precio de mercado” – Proyección ingresos 2023-2027.....	70
Tabla 56: Modelo escenario optimista/positivo.....	70
Tabla 57: Modelo escenario pesimista/negativo.....	71
Tabla 58: Modelo escenario “Precio de mercado”.....	72

Índice de Gráficos

Gráfico 1: Factor de ocupación industria aeronáutica 2005-2022.....	12
Gráfico 2: Cuota de mercado doméstico al 31-12-2022.....	20
Gráfico 3: Inversiones de capital American Airlines 2015-2022.....	25
Gráfico 4: Ganancia bruta y Margen bruto American Airlines 2015-2022.....	27
Gráfico 5: Evolución EBITDA American Airlines 2012-2022.....	30
Gráfico 6: Regresión <i>Beta</i> a 5 años vs S&P500.....	39
Gráfico 7: Factor de ocupación American Airlines y principales competidores 2012-2022.....	48

Índice de Ilustraciones

Ilustración 1: Premios AAdvantage – American Airlines.....	21
Ilustración 2: Evolución del logo de American Airlines.....	23

I- Resumen Ejecutivo

El propósito del presente trabajo es determinar el valor del capital accionario de la compañía estadounidense American Airlines Group, Inc. al 31 de diciembre de 2022.

American Airlines Group, Inc. (en adelante "American" o la "Compañía") es una aerolínea surgida en los Estados Unidos, cuya sede principal se encuentra en Texas, más precisamente en la ciudad de Fort Worth. La misma surgió en 2013, luego de la fusión entre las empresas hasta ese entonces conocidas como AMR Corporation y US Airways Group. Su principal actividad es proporcionar transporte aéreo de pasajeros y de cargas.

Se analizó la evolución de la industria aeronáutica, la empresa y su evolución con el pasar de los años, su modelo de negocio, su situación financiera, el gran impacto que tuvo la crisis causada por la pandemia (COVID-19) sobre la misma y sus pasos hacia la recuperación durante estos últimos años.

Con el objetivo de determinar el valor de su capital accionario, se utilizó la metodología de flujo de fondos descontados, considerando que el valor de esta es igual al valor presente de los futuros flujos de fondos a ser generados por la misma, descontados a la fecha de valuación utilizando el costo promedio ponderado del capital, tasa calculada en base al modelo CAPM o Capital Asset Pricing Model. Se proyectaron 4 escenarios obteniendo los siguientes resultados para el valor por acción de la firma: Escenario base USD 17,50, escenario optimista USD 19,13, escenario pesimista USD 11,48 y escenario "Precio de mercado" USD 15,56, siendo este el valor de mercado de la acción al 31 de diciembre de 2022.

Se realizó complementariamente una valuación por múltiplos. Lo que se buscó con esta metodología es obtener un rango de valores para el capital accionario de American Airlines a partir de múltiplos de empresas comparables seleccionadas a tales efectos. En el desarrollo del mismo se utilizaron los múltiplos EV/EBITDAR y EV/Sales, obteniendo como resultado un rango de valores de entre USD 5,25 y 16,96 en el primer caso y un rango de entre USD 6,84 y USD 21,87 en el segundo caso.

II- La Industria

a) Información y datos

La globalización llevó a la industria aeronáutica a ocupar un lugar clave dentro de lo que es el intercambio internacional de bienes y servicios. Dicha industria está compuesta por todas aquellas actividades que, de alguna manera, están relacionadas con el transporte aéreo. Los aeropuertos, la infraestructura, los constructores de aeronaves, las agencias de turismo, entre otros, son los actores más destacados dentro de la misma. Las aerolíneas desempeñan un papel fundamental dentro de esta siendo las que se encargan de la mayor parte, casi la totalidad, del transporte aéreo tanto de cargas como de pasajeros.

A su vez, esta industria se encuentra estrechamente relacionada con otras industrias, y como se da en la mayoría de los casos, dependen unas de otras para llevar adelante sus operaciones diarias. La industria del petróleo juega un papel fundamental en este mercado, siendo el combustible la principal fuente de energía para llevar a cabo la actividad principal de las aerolíneas. Las agencias de viaje, grandes impulsores de ventas para las aerolíneas son otros de los grandes aliados de la industria.

Uno de los puntos más característicos de esta industria es la variabilidad en su demanda. La misma se ve muy influenciada por factores externos o por la estacionalidad, lo que no siempre suele ser favorable. Con la llegada de la pandemia a fines de 2019 y todo lo que conllevó la crisis ocasionada por el virus COVID-19, la demanda por vuelos disminuyó bruscamente, afectando a todo el sector, desde aerolíneas hasta agencias de turismo o empresas de la industria del combustible y relacionadas.

Con respecto a su principal fuente generadora de ingresos, las mismas tienen diversas líneas por las cuales consiguen generar resultados gracias a sus diferentes tipos de servicios ofrecidos, entre los que se destacan los vuelos domésticos o de cabotaje, muchas veces encuadrados dentro de la categoría “low cost”, los vuelos chárter, los cuales son transportes extraordinarios, contratados especialmente por personas u organizaciones, por lo que no poseen una ruta o programa preestablecido. En menor porcentaje, el transporte de cargas constituye otra parte de los ingresos operativos de las aerolíneas. Resulta clave mencionar que el mayor porcentaje de ganancias de estas proviene del volumen de ventas en relación con el transporte de pasajeros.

En lo que hace a la estructura de costos, los dos principales costos operativos están representados por el gasto en mano de obra, conformado tanto por salarios como por bonos y beneficios otorgados a sus empleados y el combustible, la principal fuente de energía. La infraestructura necesaria (aeropuertos, aeronaves, instalaciones, etc.) para llevar a cabo con éxito sus actividades es otra de las claves del negocio.

b) La situación en el mundo y la evolución en los últimos años

Durante los últimos años, la industria aeronáutica fue una de las más perjudicadas a nivel global. El cierre generalizado de las fronteras alrededor del mundo provocado por el estallido de la pandemia por COVID-19, generó una de las crisis más importantes en la historia de la industria.

Irremediablemente esto provocó que, durante varios meses, más de dos tercios de la flota comercial mundial quedara en tierra sin operación. A raíz de esto, muchas de las entregas de nuevas aeronaves ya programadas, que estaban siendo preparadas para comenzar a operar fueron pospuestas debido, entre otras cosas, a las dificultades económicas que sufrieron la mayoría de las compañías a raíz de la pandemia y al cese en la actividad. Otro de los factores que sin dudas contribuyó al atraso en las entregas fueron las dificultades que se fueron presentando para obtener los materiales e insumos necesarios debido a las restricciones en la circulación tanto entre países como dentro de estos. Para ser más precisos, en el año 2020 se esperaban más de 1.000 entregas de nuevas aeronaves, lo que se vio obligadamente reducido a aproximadamente la mitad, afectando directamente a la industria de fabricación de las aeronaves, tanto por la caída en la demanda, como así también por la caída en los precios.

El 96% de los destinos mundiales impusieron restricciones de viaje como intento de frenar el avance del virus. Alrededor de 90 países cerraron totalmente sus puertas a la llegada de pasajeros, y otros 40 prohibieron la llegada de turistas extranjeros, permitiendo únicamente el regreso de ciudadanos nativos e imponiendo medidas restrictivas y cuarentenas obligatorias para los mismos. La actividad tanto aeronáutica como turística disminuyó bruscamente alrededor del mundo, provocando que la llegada de turistas internacionales se redujera en el mes de marzo de 2020 en un 50%, lo cual iba a ampliarse a casi el 100% durante el mes de abril, luego de la declaración oficial de pandemia por parte de la OMS¹. Frente a la grave caída en sus ingresos debido a la imposibilidad de operar y generar resultados para hacer frente a sus obligaciones la mayoría de las principales aerolíneas del mundo se apoyaron en la ayuda económica de los gobiernos, lo que apenas llegó a suavizar el impacto sufrido.

Inevitablemente esto tuvo su repercusión a nivel social. Además de afectar industrias aeronáutica, del turismo, miles de personas quedaron sin trabajo a raíz de la baja, y en algunos lugares la suspensión total en la actividad del sector causada por las diferentes medidas sanitarias adoptadas por los gobiernos para hacer frente a la pandemia.

Según estimaciones de la consultora Oliver Wyman², durante los primeros ocho meses desde que estalló la pandemia (2020), las aerolíneas a nivel global perdieron alrededor de 256 mil millones de dólares estadounidenses en ingresos. Como consecuencia de lo comentado, muchas otras industrias y sectores de la economía sufrieron debido a la disminución en la actividad aeronáutica. La demanda en el mercado de repuestos, mantenimiento y reparación de las aeronaves se redujo considerablemente con la baja en la actividad, estimándose que la demanda por dichos servicios se redujo de 91 mil millones de USD en 2019 a 43 mil millones de USD en 2020. A pesar de los esfuerzos de los gobiernos y la notable recuperación en muchos sectores de la economía durante el 2021 y este 2022, este sector aún no recuperó los niveles en los que se encontraba antes de la pandemia.

¹ OMS: Organización mundial de la salud.

² Oliver Wyman: firma estadounidense de consultoría estratégica.

Otras de las consecuencias que tuvo la pandemia para esta industria fue la suspensión o atraso de numerosos planes de expansión de aeropuertos alrededor del mundo, además de la ampliación de la flota de aviones de algunas compañías, como es el caso de American Airlines, quienes tenían planeado aumentar la cantidad de motores a su disposición debido a la competitividad, exigencia y crecimiento del mercado en los últimos años. Con esto lograrían mejorar sus servicios, brindando una mayor cantidad de opciones de itinerarios a sus pasajeros, mejorar las tecnologías y comodidades para una mejor experiencia de la tripulación a bordo, como así también llegar a nuevos destinos, facilitando cada vez más el traslado de personas y cargas alrededor del mundo.

Dejando de lado lo que fueron los años afectados por la pandemia, el sector aeronáutico ha tenido un enorme crecimiento a nivel global en la última década. Se estima que este crecerá alrededor del 5% en los próximos 20 años, lo que estará acompañado de un incremento en la fabricación y venta de aeronaves para poder satisfacer la demanda del mercado.

Sin embargo, según estudios de mercado publicados por Oliver Wyman, el sector deberá afrontar diversos desafíos durante los próximos años para intentar volver a recuperar niveles de 2019, anterior a la llegada de la pandemia. No solo se verá afectada la demanda de nuevas naves, sino también todo lo relacionado con la industria, entre otras cosas, será necesaria la construcción de nuevos aeropuertos, formación de pilotos y auxiliares de vuelo, empresas de servicios, turismo, etc., por lo que se verán cambios en el futuro cercano.

Debido a las dificultades económicas sufridas, muchas empresas del sector llegaron a la quiebra en estos últimos años. Esto podría beneficiar a otro sector de la industria, aquellas aerolíneas más maduras, quienes lograron hacer frente a las dificultades y continuar con sus operaciones. Como vimos durante los últimos meses, la demanda de vuelos cayó significativamente, lo que puede verse explicado en parte por las dificultades en el traslado y por el intento de la población de no volver a vivir situaciones como las pasadas (no poder regresar a su país, por ejemplo). Para contrarrestar este efecto, muchas aerolíneas adoptaron medidas como ser la disminución en los precios de sus boletos, ofertas y bonificaciones en los viajes para alentar a los viajeros a retomar sus costumbres de viajar, como así también a que empresas y empresarios vuelvan a considerar los viajes de negocios entre sus opciones, las cuales fueron reemplazadas en parte por las reuniones y encuentros virtuales, al menos hasta lograr una visible evolución en el camino hacia la recuperación del sector.

Según encuestas realizadas por la misma consultora en este caso en Estados Unidos, alrededor del 60% de los encuestados solo planea viajar dentro del país durante los próximos años, como signo de preocupación y estado de alerta por las situaciones vividas por muchas familias debido al cierre de las fronteras y demás medidas adoptadas por los gobiernos. Tanto es así que, el 6% de los encuestados respondió que no planea viajar en absoluto si no hay una necesidad real de hacerlo. En lo que si coincidió más del 50% de los participantes de la encuesta es que todo lo acontecido cambiará su forma de viajar y planear sus viajes.

c) Métricas o Indicadores

Para entender aún mejor la dinámica y la evolución de la actividad dentro de esta industria se analizan ciertos indicadores específicos, los cuales brindan un panorama más claro de la situación y el estado de la actividad dentro de la misma, facilitando de esta manera

comparaciones y análisis de eficiencia entre compañías de la misma industria, dentro de la misma compañía, como así también contra otras industrias.

Entre los principales indicadores de gestión podemos destacar:

RPM: *“Revenue Passenger Miles”*, o Ingreso por pasajero milla, es una de las métricas más utilizadas a la hora de analizar la actividad dentro de la industria. El mismo también es utilizado como medida de la demanda por transporte aéreo. La misma es informada tanto mensual como anualmente por las aerolíneas, muestra los ingresos teniendo en cuenta el número de millas voladas por los pasajeros junto con la aerolínea. Podemos calcularla multiplicando la cantidad de pasajes abonados por la cantidad de millas voladas.

Es importante destacar que un pasajero que genera ingreso para la compañía y es considerado dentro de esta métrica, es aquel por cuyo transporte la aerolínea recibe un monto de dinero. Aquellos pasajeros que utilizan tarifas o descuentos exclusivos por ser por ejemplo empleados de la aerolínea o que viajen sin costo por cualquier otra razón como ser los bebés, no son considerados a la hora del cálculo.

ASM: *“Available Seat Miles”*, o Asiento milla disponible, es otra de las métricas más utilizadas dentro del sector. Nos da una idea de la capacidad de la aerolínea para generar ingresos. Podemos calcularla multiplicando los asientos disponibles por el número de millas voladas.

RASM: *“Revenue per Available Seat Miles”*: o Ingresos por asiento milla disponible, podemos obtener este dato dividiendo el total de ingresos en los asientos por milla disponibles. Nos da una idea de cuán eficiente está siendo una aerolínea. Otra forma de calcularla es multiplicando Yield por Load Factor.

CASM: *“Cost per Available Seat Miles”*, o Costo por asiento milla disponible, se obtiene dividiendo los costos operativos de una aerolínea en la cantidad de asientos disponibles por milla. (ASM).

Yield: o Rendimiento, nos brinda información sobre la evolución de las tarifas con el paso del tiempo. Mide los ingresos de una aerolínea por pasajero y podemos obtenerla dividiendo los ingresos totales generados por el transporte de pasajeros en el número de pasajeros transportados.

Load Factor: o Factor de ocupación, muestra en qué medida utiliza su capacidad de ocupación una aerolínea. Es, en otras palabras, la capacidad y eficiencia que tiene una determinada aerolínea para llenar sus asientos disponibles. Lo calculamos dividiendo el ingreso por pasajero milla (RPM) en los asientos milla disponibles (ASM).

d) Evolución de Métricas

Factor de Ocupación

Tal como vimos anteriormente, el factor de ocupación es una de las métricas más utilizadas para medir la eficiencia de las aerolíneas. Analizando la evolución de este factor en lo que respecta a la industria aeronáutica, durante los últimos 20 años podemos notar claramente reflejado el crecimiento del sector. Desde hace ya un tiempo el mismo aumenta año a año, signo de la evolución y el crecimiento de la industria.

Este desarrollo, acentuado en las últimas dos décadas, se vio interrumpido en 2020. Desde niveles cercanos al 83% en 2019 previo a la llegada de la pandemia, durante 2020 el mismo cayó hasta niveles de 65,2%, explicado en parte por la brutal caída en la actividad de las aerolíneas. Como era de esperarse, con la vuelta progresiva de la actividad, el factor de ocupación promedió el 66,9% durante 2021 y llegó a niveles de 78,9% culminado el 2022, lo que muestra a las claras los signos de recuperación. Podemos observar lo comentado en la tabla y gráfico a continuación:

Año	Factor de Ocupación
2005	75,2%
2006	76,3%
2007	77,3%
2008	76,3%
2009	76,4%
2010	78,9%
2011	78,7%
2012	79,5%
2013	79,8%
2014	80,0%
2015	80,5%
2016	80,5%
2017	81,6%
2018	82,0%
2019	82,6%
2020	65,2%
2021	66,9%
2022	78,9%

Tabla 1- Factor de ocupación industria aeronáutica 2005-2022

(Fuente: Statista. Elaboración propia).

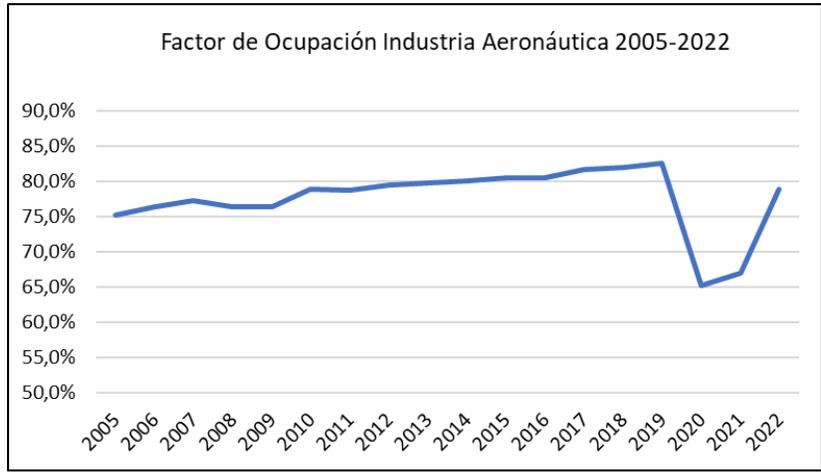


Gráfico 1 – Factor de Ocupación industria aeronáutica 2005-2022

(Fuente: Statista. Elaboración propia)

Número de vuelos

Otro indicador que refleja la enorme evolución de la industria aeronáutica en las últimas décadas es la cantidad total de vuelos operados alrededor de todo el mundo. Analizando la evolución desde el 2005 se puede observar un notable crecimiento en la cantidad de vuelos, a excepción de los años 2008 y 2009 donde, como consecuencia de la crisis económica, la demanda por vuelos disminuyó menos del 1% en 2008 y 2,3% en 2009.

Sin dudas la mayor caída se dio en el pasado 2020, donde la cantidad de vuelos operados en todo el mundo cayó un 56,6% en comparación con el 2019, afectando significativamente la actividad e ingresos de la industria. Durante el 2021 se observó un crecimiento del 18,9% con respecto al año anterior, recuperación que continuó durante este 2022, totalizando 27,9 millones de vuelos durante los últimos 12 meses, nivel aún algo lejano a lo observado años anteriores a la pandemia.

Podemos observar lo comentado en la tabla a continuación:

Año	Número de vuelos (millones)	Variación %
2005	24,9	-
2006	25,5	2,4%
2007	26,7	4,7%
2008	26,5	-0,7%
2009	25,9	-2,3%
2010	27,8	7,3%
2011	30,1	8,3%
2012	31,2	3,7%
2013	32	2,6%
2014	33	3,1%
2015	34	3,0%
2016	35,2	3,5%
2017	36,4	3,4%
2018	38,1	4,7%
2019	38,9	2,1%
2020	16,9	-56,6%
2021	20,1	18,9%
2022	27,9	38,8%

Tabla 2 – Número de vuelos (en millones) industria aeronáutica 2005-2022

(Fuente: Statista. Elaboración propia)

RPM

Es importante también analizar otro de los indicadores más utilizados dentro de la industria aeronáutica como lo es el RPM. Al igual que el factor de ocupación y la cantidad de vuelos, el mismo tuvo un gran crecimiento desde el año 2005. La gran baja se dio en el año 2020 a causa de la disminución en la demanda por viajes como consecuencia de las restricciones en la circulación como intento por frenar el avance del coronavirus.

Podemos observar lo comentado en la tabla a continuación:

Año	RPM (millones)	Variación %
2005	64,92	-
2006	66,45	2,36%
2007	69,12	4,01%
2008	67,70	-2,06%
2009	64,12	-5,29%
2010	66,50	3,72%
2011	67,86	2,04%
2012	68,60	1,08%
2013	70,04	2,10%
2014	71,88	2,63%
2015	75,19	4,61%
2016	77,79	3,46%
2017	80,36	3,31%
2018	84,29	4,89%
2019	87,97	4,36%
2020	31,51	-64,17%
2021	57,33	81,91%
2022	78,99	37,80%

Tabla 3 – RPM (Revenue Passenger Miles) industria aeronáutica 2005-2022
(Fuente: fred.org. Elaboración propia)



III- La compañía

a) Objetivos de American Airlines Group, Inc.

Uno de los principales propósitos de la compañía y a lo que apuntan todas sus actividades es prestar servicios seguros y confiables, enfocándose en ofrecer un servicio de calidad a cada uno de sus clientes. Busca satisfacer todas las necesidades de los diferentes tipos de clientes que, a diario, eligen a la compañía, y con esto lograr crear una relación tan cercana con ellos que los lleve a su fidelización.

Al ser el sector dentro del que se desempeña tan competitivo, no hay lugar ni tiempo de relajarse ni un poco. Para seguir a la vanguardia, American tiene como prioridad mejorar constantemente sus servicios, enfocándose en la modernización, actualización y seguridad de cada uno de los elementos que hacen a su servicio como un todo, desde que el usuario decide realizar un viaje aéreo eligiendo a la empresa, la gestión de las reservas, la oferta de servicios complementarios, según las necesidades particulares de cada cliente hasta los servicios post venta, buscando siempre mejorar la experiencia del cliente.

b) Sus inicios y la evolución con los años

La compañía comenzó a operar el 15 de abril de 1926 bajo el nombre de American Airways. Desde ese día y por los siguientes 8 años, su actividad principal fue el transporte de correo principalmente entre Chicago y St. Louis. En la actualidad, la aerolínea es considerada por muchos, como una de las mayores aerolíneas del mundo, ofreciendo en promedio alrededor de 6.800 vuelos diarios, a cerca de 30 destinos diferentes en 50 países alrededor de todo el mundo. Es miembro de la alianza “One World”³, la cual reúne a 14 aerolíneas de primer nivel de diferentes partes del mundo con el objetivo de trabajar juntas para ofrecer un mejor servicio y experiencia a los viajeros.

Desde sus inicios la compañía aérea buscó ofrecer vuelos a la mayor cantidad de lugares posibles, siendo pionera en operar muchas rutas nacionales e internacionales. Actualmente, la misma opera vuelos en una gran cantidad de rutas hacia Europa, Asia, Oceanía, América del Norte, América Central y América del Sur. Todo esto facilitado por sus grandes centros de operaciones, los cuales favorecen su expansión hacia nuevos destinos.

Debido a una serie de inconvenientes, en 1934 luego de ser adquirida por Errett Lobban Cord quien, entre otras aspectos, consideró necesario modificar su nombre a American Air Lines, como así también su imagen, buscando con esto cambiar la idea que se tenía sobre ella debido a algunos años de malos resultados y críticas negativas en general.

Finalizada la Segunda Guerra Mundial, American Airlines dio con sus primeros pasos en su expansión hasta llegar a lo que conocemos en la actualidad. Adquirió en ese entonces a

³ “One World”: es una alianza entre 14 aerolíneas con el objetivo de ofrecer a los pasajeros servicios y prestaciones únicas para mejorar su experiencia.

American Export Airways, comenzando en esta etapa a operar vuelos hacia Europa. Junto con esto, también fue necesaria la construcción de diversos aeropuertos, para poder soportar el aumento en el tráfico aéreo como así también la salida y llegada de pasajeros.

Casi una década después, y luego de una importante inversión en la renovación de su flota de aviones adquiriendo nuevos y mejores modelos, más actualizados y preparados para vuelos de mayor duración, se llevó a cabo el primer servicio transcontinental sin escalas. Más de 440 millones de dólares estadounidenses habían sido invertidos hasta ese entonces en búsqueda de mejorar la calidad del servicio y a su vez aumentar su capacidad.

Durante la década de 1970, la aerolínea tuvo una notable expansión. Sumó nuevas rutas internacionales desde St. Louis, Chicago y Nueva York a diversos destinos mundiales como ser Australia, Nueva Zelanda, entre otros. Además, adquirió una aerolínea denominada Trans Caribbean, haciéndose cargo desde ese entonces de los vuelos que ya se operaban hacia Aruba, Curazao, San Juan, entre los destinos más destacados en América central.

Otra de las grandes innovaciones que significó un antes y un después para la historia tanto de la empresa como de la industria, se dio apenas algunos años después cuando, en conjunto con IBM, lanzó el primer sistema para la emisión de tickets electrónicos.

Siguiendo con su plan de expansión en búsqueda de posicionamiento en el mercado, durante la década de 1970 y 1980, la compañía concentró sus inversiones en ampliar sus distintos centros de operaciones. Debido a las necesidades, trasladó su principal centro de operaciones que hasta entonces se ubicaba en Nueva York hacia Dallas. A su vez, se abrieron varios otros en diferentes ubicaciones estratégicas como ser el aeropuerto internacional de Nashville y el aeropuerto internacional de San José. Este sería el principio de su gran expansión.

Latinoamérica fue donde la misma continuó. Con el pasar de los años, estudios e investigaciones de mercado, se consideró oportuno comenzar a operar vuelos hacia los principales puntos de Sudamérica. Fue ahí cuando ciudades como Buenos Aires, Santiago de Chile, La Paz, Lima, Rio de Janeiro, entre los más destacados, comenzaron a figurar entre las opciones ofrecidas por la empresa. Algo que facilitó en gran medida esta expansión fue la adquisición, durante la última década del siglo XX, de los derechos de ruta de Eastern Airlines. Fue así como la compañía incorporó otro gran centro de operaciones en Miami, el cual llegó a consolidarse y obtener tal relevancia dentro de lo que hoy es la infraestructura de American, ubicándose como uno de los más destacados en la actualidad.

Una de las grandes catástrofes en la historia de la compañía y también de la industria aeronáutica tuvo lugar el 11 de septiembre de 2001 donde uno de sus aviones en operación ("vuelo 11" – Boeing 767-223ER) protagonizó el grave accidente contra las torres gemelas. Inevitablemente, a partir de lo acontecido, la compañía entró en una crisis. Pasó por varios años donde los resultados negativos fueron una constante, donde hubo innumerables intentos por recomponerse y de superar el difícil momento, buscando dejar atrás lo sucedido, focalizándose de esta manera en volver a ubicar a la compañía a la vanguardia. Recién en el año 2006, la compañía volvió a conseguir resultados positivos, reportando ganancias netas por primera vez desde el atentado, lo que sería el comienzo de algo grande. Luego de casi 3 años de mejora continua en cuanto a sus resultados y consiguiendo los objetivos planteados, la crisis del 2008 volvió a impactar sobre la empresa.

Así como sucedió en otros casos, como ser el de Delta Airlines, US Airways, Air Canada, Avianca y demás compañías de renombre dentro de la industria aeronáutica, debido a las dificultades causadas por los altos costos fijos que las mismas poseen en su estructura debido a

la naturaliza misma del negocio y a la tan exigente competencia, en 2011 American se acogió al Capítulo 11 de la Ley de Quiebras de los Estados Unidos.

Se trató de un proceso de reorganización donde la empresa, en colaboración con distintos asesores, creó un plan para reestructurar sus deudas y reducir sus costos, entre otros requisitos que le fueron impuestos, para volver a ser rentable y tener la posibilidad de operar. Es decir, le permitió a la compañía seguir operando mientras trabajaba en su recuperación financiera. Uno de los principales motivos por el cual se da lugar a este proceso y por el cual el gobierno apoya este mecanismo, es el intento de evitar la pérdida de innumerables puestos de trabajo en caso de que la empresa discontinue sus operaciones, además del intento de garantizar a los accionistas el rendimiento de su inversión.

El proceso implicó entre otros puntos renegociación de contratos laborales, reestructuraciones de deuda y demás medidas para acortar costos y mejorar su situación financiera. Luego de un largo y forzoso proceso de reestructuración, la misma se dio con éxito y salió de la quiebra en 2013, siendo clave para tal objetivo la fusión con US Airways. Con esto se esperaba que se generen mayores sinergias resultantes en mayores ingresos para la compañía lo que, acompañado por una reducción de costos y una adecuada administración de los recursos, le daría mayor solidez de cara al futuro.

Al igual que en Latinoamérica, años después la compañía vio en el continente asiático un mercado muy tentador, por lo que comenzó con sus planes de expansión hacia ese territorio. Algunas de las nuevas rutas que comenzaron a ofrecerse por parte de la compañía a partir de 2013, conectaban puntos como Los Ángeles y Shanghái o Dallas y Seúl. De esta manera, se logró atraer nuevos clientes, tanto individuales como corporativos, ampliando la cantidad de clientes fidelizados a la marca.

Cabe destacar que, para llevar adelante este plan de expansión, la empresa llevó a cabo una de las mayores inversiones realizadas por la misma. Esta se basó principalmente en ampliar su flota de aviones para así poder atender la creciente demanda por vuelos debido al aumento en la cantidad de nuevos destinos ofrecidos. Se adquirieron más de 400 aeronaves Boeing 737 y Airbus A320, buscando a medida que estos iban siendo recibidos, ampliar su flota, y al mismo tiempo renovando la misma. Sin dudas esto fue un gran paso hacia el objetivo de la compañía, buscando ofrecer cada día un mejor servicio, donde la prioridad siempre estuvo puesta en ofrecer la mejor calidad de atención y satisfacer las expectativas de cada uno de sus clientes.

c) Modelo de negocio y recursos clave

Como mencionamos anteriormente, teniendo en cuenta la gran variedad de consumidores de sus servicios las aerolíneas, particularmente American, se encuentran en constante innovación para mejorar la calidad de sus servicios en búsqueda de la satisfacción de sus clientes.

Son diversos los segmentos a los que apunta la misma y muy diferentes entre cada uno de ellos. Es por esto que la compañía debe adecuar constantemente sus servicios ofrecidos a medida que las necesidades y requerimientos de cada uno de los sectores varía. Entre los mismos se puede distinguir a los consumidores casuales u ordinarios, a veces familias, que eligen a la empresa por su reconocida trayectoria o quizás por buenas experiencias anteriores, compañías que eligen a American para sus viajes corporativos y utilizan frecuentemente sus servicios, como así también otras compañías que la eligen para el transporte de cargas (productos, mercaderías,

etc.) de un lugar a otro y así poder llevar a cabo su negocio principal. Con todo esto logra cubrir una extensa red de clientes capturando desde pasajeros individuales, hasta grandes compañías.

Cabe destacar que, junto con la comercialización de asientos, también se ofrecen reservas en hoteles, coches, cruceros, entre otros servicios extras para facilitar la experiencia del usuario. Con respecto a su principal producto, la venta de boletos de avión, se distinguen varias categorías. Main Cabin, Premium Economy, Business y First Class, ofreciendo diferentes tipos de servicios, beneficios y comodidades de acuerdo con la categoría seleccionada.

Entre los puntos más fuertes de la compañía podemos destacar su infraestructura e instalaciones terrestres, sus canales de ventas, las asociaciones con otras aerolíneas, las cuales le permiten ampliar su capacidad de servicio y cubrir una mayor demanda lo que sería imposible lograr sin estas alianzas y su personal, el cual es constantemente capacitado para seguir a la vanguardia y poder así brindar el mejor servicio posible al cliente. Históricamente, la flota de la compañía estuvo compuesta de una gran variedad de aeronaves. Desde Boeing en sus diferentes versiones (707,720,737,747,757), Airbus, BAC-1-11, Convair, Curtiss, Douglass, Embraer, Ford Trimotor, Fokker 100, Lockheed, McDonnell Douglas, Sikorsky y Stinson, muchos de los cuales fueron siendo retirados a medida que las exigencias comerciales lo solicitaban.

Al 31 de diciembre de 2022, la flota total de American Airlines está compuesta de 925 aviones, de los cuales 459 pertenecen a la compañía (33 recibidos durante este 2022), mientras que de los restantes 466 posee la habilitación para utilizarlos concedida mediante diferentes contratos de alquiler de los mismos. La edad media de la flota total es de 12,2 años en operación. Además de esto, y en concordancia con sus planes de expansión, a la fecha siguen pendientes de recepción 182 órdenes, las cuales se espera estén listas para comenzar a utilizarse durante los próximos dos años. A diferencia de lo que acostumbraba, solo quedaron aeronaves Boeing y Airbus.

Todo esto fue parte de un plan que venía tomando fuerza desde hace ya varios años en busca de la renovación total de la flota de la compañía. Algunos de los puntos destacables y que explican esta decisión es que con la actualización de la flota se busca en primera medida una mayor eficiencia de sus vuelos, que el pasajero viaje cada vez más cómodo, siendo los nuevos diseños de los motores además menos ruidosos, con el objetivo de evitar molestias dentro de la aeronave. A su vez, aumentó la capacidad de almacenaje para el equipaje, permitiéndoles trasladar más equipaje y artículos personales a los pasajeros, además de todos los otros detalles como ser instalación de nuevos sistemas de iluminación, nuevos diseños de ventanas, todo en busca de una mejor experiencia al viajar. Otra gran novedad está dada por la presentación de nuevos planes para incluir “suites” privadas en algunos de sus aviones de mayor alcance. Las mismas debutarían en 2024 marcando el final de la primera clase en muchas de sus aeronaves. Una muestra del avance y evolución constante de la compañía.

A continuación, podemos observar una tabla resumen con la flota actualizada al 31 de diciembre de 2022:

Flota American Airlines 31.12.2022	Capacidad promedio de asientos	Edad media (años)	Propiedad de American Airlines	No Propiedad de American Airlines (Alquiler)	Total
Airbus A319	128	18,7	21	112	133
Airbus A320	150	21,7	10	38	48
Airbus A321	184	10,4	164	54	218
Airbus A321neo	196	1,7	33	35	68
Boeing 737-800*	172	12,8	123	171	294
Boeing 737-8 MAX	172	3,4	9	33	42
Boeing 777-200ER	273	22	44	3	47
Boeing 777-300ER	304	8,8	18	2	20
Boeing 787-8	234	4,6	20	13	33
Boeing 787-9	285	5,2	17	5	22
Total		12,2	459	466	925

*Excluidos del recuento total de aeronaves operativas existen 9 Boeing 737-800 de propiedad mantenidos en almacenamiento temporal al 31 de diciembre de 2022.

Tabla 4 – Flota de American Airlines al 31-12-2022

(Fuente: sec.gov. Elaboración propia)

De la mano con esto y con el principal objetivo de mantenerse a la vanguardia, y no perder terreno con relación a sus principales competidores, American Airlines posee una amplia cantidad de socios, con quienes comparte rutas, vuelos y demás herramientas claves, permitiéndole llegar a una mayor cantidad y variedad de clientes y destinos de los que le sería posible en caso de no contar con la posibilidad de asociarse y formar este tipo de alianzas con otras empresas. Entre sus principales socios se puede destacar a British Airways, Cathay Pacific, Aerolíneas S7, Aerolíneas de Sri Lanka, Aerolíneas de Japón, Aerolíneas LATAM, Aerolíneas Qatar, Aerolíneas Malasia, Qantas, entre otros. Como podemos observar, los mismos tienen sus sedes ampliamente distribuidas alrededor del mundo, lo que hace aún más fructífera la asociación entre ellos, ampliando de esta manera significativamente las opciones ofrecidas a sus clientes.

Como sus principales competidores podemos destacar a Delta Airlines, United Airlines y Southwest Airlines Company. Las 4 compañías juntas representan más del 67% de la cuota de mercado doméstico estadounidense. American Airlines se encuentra en primer lugar, con una participación en el mercado doméstico del 17,5%. La siguen Delta Airlines, Southwest Airlines y United Airlines con 17,3%, 16,9% y 15,6% respectivamente.

Entre ellas existe una impresionante competencia, intentando quedarse cada una con la mayor porción de mercado posible. Una de las claves del negocio y para lo que cuentan con modelos de estudios sofisticados, es reducir los costos lo máximo posible y con esto poder lograr una ventaja competitiva con respecto a sus competidores. Otros de los puntos fundamentales donde se desafían mutua y constantemente es en la digitalización, y con esto, la oferta de mejores y más avanzados servicios para sus clientes, las competencias por rutas y los problemas que suscitan a diario por la suspensión de algunas de ellas, las variaciones en el precio del combustible, entre los más destacados en la actualidad.

Habiendo adquirido tal importancia el tema del cuidado medio ambiental, ahora además de competir entre ellas, también compiten con otros medios de transporte que, según algunos estudios realizados recientemente, son menos perjudiciales para el medio ambiente, pero la rapidez del transporte aéreo es una de las características por las cuales sigue siendo elegido.

En el gráfico a continuación, se muestra la participación de las principales aerolíneas en el mercado doméstico estadounidense.

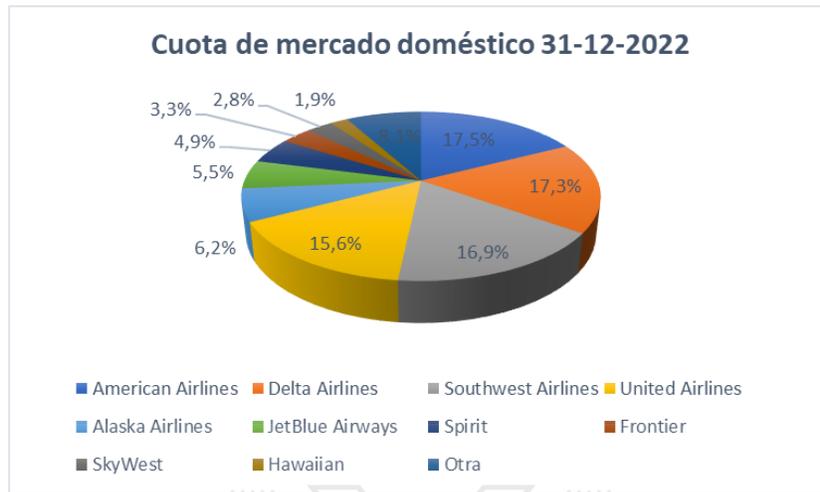


Gráfico 2 – Cuota de mercado doméstico al 31-12-2022
(Fuente: Statista. Elaboración propia)

d) Canales de distribución

Además de la gran variedad de servicios ofrecidos, también existen distintas formas de acceder a los mismos. Su principal medio de comunicación es su sitio web www.aa.com. Accediendo al mismo podemos obtener toda la información sobre vuelos ofrecidos, destinos, paquetes de viajes, y cualquier otro dato o información que deseemos conocer. Además de esto, en algunos países y ciudades es posible atender a puntos de atención físicos, donde proporcionan una atención personalizada, siendo posible aquí también la compra, cambio, cancelación de boletos o cualquier otro requerimiento de los clientes. Para aquellos a los que no les resulta cómodo presentarse físicamente en sus sucursales ni tampoco tienen un gran dominio del internet, generalmente el segmento de clientes de más avanzada edad se encuentra disponible la venta directa vía telefónica donde se ofrece también una atención personalizada y adaptada para cada tipo de cliente. Todas estas opciones se encuentran también disponibles para los servicios post venta, soporte, consultas, o cualquier otra necesidad de los clientes.

e) Estrategias de marketing

En este mercado tan cambiante y competitivo, las empresas deben adaptarse constantemente para no perder terreno con relación a su competencia. American Airlines no es ajena a esto y no se conforma con la posición que ocupa en el mercado, busca día a día seguir posicionándose como líder del sector. Para esto la compañía de aviación americana aplica también estrategias

de marketing innovadoras, incluso es reconocida por haber sido pionera en la implementación de muchas de estas. Dentro de estas podemos destacar:

Premios de viaje AAdvantage



Ilustración 1: Premios AAdvantage – American Airlines

Fuente: Google

Desde hace más de 5 décadas, American Airlines cuenta con un programa de premios de viaje denominado "AAdvantage". El principal objetivo es recompensar a los pasajeros frecuentes y fieles a la aerolínea, intentando generar una relación más personal con los clientes. Esto, sin dudas lleva a ser valorada de una forma particular por los mismos y ser considerada a la hora de tomar la decisión de viajar.

La acumulación de millas por viajes es otro beneficio para quienes eligen a la compañía frecuentemente. Esto les permite a los clientes conseguir importantes rebajas para futuros viajes, o hasta llegar a conseguir viajes gratis. Fue tal el éxito de esta estrategia que hoy en día es utilizada por innumerables compañías aéreas alrededor del mundo.

Sin dudas que trabajar junto con entidades financieras es otra estrategia que llevó a American a aumentar significativamente sus ventas. A través del consumo de sus clientes con sus tarjetas de crédito, pueden también ofrecer el servicio de acumular millas y luego canjearlas por productos o viajes. Además de importantes descuentos y bonificaciones ofrecidas. Esta es una facilidad brindada a los clientes por parte de la aerolínea con la que busca una mayor fidelización de los mismos.

Tarifas familiares

Las tarifas familiares son otra de las estrategias exitosas que incorporó American Airlines hace más de 70 años. La compañía no cobra extras por cambios de asientos o modificaciones para viajar juntos a las familias que decidan elegirla para sus viajes. Esto es un gran punto a favor que tiene la misma, principalmente para el caso de familias muy numerosas.

Admirals Club

La compañía elige recompensar también a aquellos clientes que considera valiosos, mostrando de esta manera un trato diferencial con los mismos, para hacerlos conscientes del valor que tienen para la misma. Para los clientes más fieles, y con cierta importancia dentro de la base de la empresa, se estableció el “*Admirals Club*”. Los miembros de este selecto club gozan de diversos beneficios ya no solo a la hora de viajar, donde tienen la posibilidad de acceder a salas VIP tanto antes de viajar como también al arribar a destino, sino también en otros ámbitos, que poco se relacionan con la experiencia de viajar. A la hora de solicitar asistencia por cualquier tipo de requerimiento, también poseen un trato especial, brindado personalmente por los asistentes de American Airlines.

Beneficios como bonificaciones especiales por sus compras, ofertas y tarifas especiales, el acceso a salones VIP, a los cuales también tienen acceso personalidades destacadas, directivos, celebridades o políticos que eligen a American Airlines como su aerolínea predilecta, o que simplemente forman parte de alguna organización relacionada con la misma, son otras de las ventajas de pertenecer a este selecto grupo.

Además de lo comentado, las aerolíneas más importantes de los Estados Unidos junto a American como ser, Delta Airlines, United Airlines y Southwest Airlines invierten anualmente una suma importantísima de dinero (122 millones de dólares durante el 2021) en patrocinios deportivos. Podemos ver también a American Airlines como principal patrocinador en diversos deportes. Un ejemplo de esto son los dos estadios de baloncesto “American Airlines Center” ubicado en Dallas, la sede de los “Dallas Mavericks”, y el “American Airlines Arena”, en Miami, constituyendo la sede de “Miami Heat”. Debido a las dificultades económicas que tuvieron que afrontar durante los últimos años, las cuatro compañías mencionadas redujeron considerablemente su presupuesto para patrocinios deportivos para el año 2022. En el caso de American Airlines, el mismo fue de apenas 12 millones de dólares.

f) Identidad de la marca

Desde sus inicios, la compañía se identificó por la inclusión de la imagen del águila como principal elemento de su logo. Una de las razones de la elección de esta estrategia es intentar identificar a la marca con el país de los Estados Unidos. Durante la evolución del logo, siempre predominaron los colores azul, rojo y blanco, mismos colores que la bandera de dicho país, y dependiendo el caso, a veces se incluyeron las iniciales “A A”⁴, el nombre de “American Airlines” o ambos. Lo que nunca cambió fue el objetivo de asociar la marca al país, buscando ubicarla como la aerolínea nacional por excelencia, causando así en las personas un sentimiento de pertenencia y a su vez, un deseo por formar parte de esta contribuyendo cada uno desde su lugar.

⁴ “A A”: hace referencia a las iniciales de American Airlines.



Ilustración 2: Evolución del logo de American Airlines

Fuente: Google

g) Principales accionistas

Al analizar quienes componen la lista de los principales accionistas únicos de American Airlines Group Inc., nos encontramos con un factor común: los 3 principales accionistas desempeñaron cargos directivos dentro de la empresa. W. Douglas Parker quien desempeñó cargos como presidente y asumió como CEO de la compañía en 2013, posee alrededor de 1.8 millones de acciones. J. Scott Kirby, quien estuvo en la presidencia de American Airlines hasta el año 2016, posee alrededor de 700.000 acciones de la empresa. Quien lo sucedió en dicho cargo, Robert Isom Jr., es el tercer mayor accionista único quien posee 641.055 acciones. Antes de ocupar su puesto actual, Robert dirigió operaciones aéreas y terrestres de American Airlines, además de ocupar cargos ejecutivos y financieros en otras aerolíneas de gran importancia como ser Northwest Airlines o America West Airlines.

Por el lado de los inversores institucionales, el mayor propietario es el "Vanguard Group Inc.", quien posee alrededor del 11,68% de las acciones en circulación. (76.340.693). Lo siguen Primecap Management Co. con 37.738.441 acciones, lo que equivale al 5,78% de las mismas, Blackrock Inc. con 35.178.599 acciones o el 5,38% y State Street Corporation, que posee 20.191.122 acciones (3,09%).

h) Inversiones de Capital de American Airlines

Focalizando nuestra atención en American Airlines, precisamente en el período 2015-2019, las inversiones de capital, depósitos para la compra de aeronaves y gastos en proyectos de construcción y remodelación de su infraestructura terrestre promediaron casi 7.400 millones de dólares anuales. Con la llegada de la pandemia a fines de 2019, y ante las diferentes restricciones en la circulación impuestas por los gobiernos de todo el mundo, en este caso principalmente afectada por las impuestas en los Estados Unidos donde concentra la mayor parte de su operatoria, American se vio obligada a disminuir sus inversiones de capital, pasando a priorizar otros aspectos necesarios para su continuidad.

Años anteriores a la llegada de la pandemia, la compañía ya había comenzado a ver dificultades en cuanto a su saldo de deuda por lo que, entre otras medidas, comenzó a disminuir la cantidad de dinero invertido en compras de nuevas aeronaves, construcción de aeropuertos, y demás gastos relacionados con su actualización y modernización con el objetivo de disminuir su carga de deuda.

Llegada la pandemia, la situación se tornó aún peor en 2020. La industria aeronáutica y en este caso American sufrió una importante caída en su actividad lo que puede explicarse de diferentes formas. La cantidad de vuelos operados por la compañía alrededor del mundo cayó alrededor del 65%, el factor de ocupación de las aeronaves paso de promediar el 84% durante 2019 a promediar el 64% un año después, lo que implicó una disminución sustancial en la cantidad de pasajeros transportados y, por lo tanto, en los ingresos de la aerolínea.

Entre otras medidas, con la premisa de recortar costos, American tuvo que despedir un número significativo de empleados pasando de tener 133.700 empleados activos en 2019 a 102.700 en 2020 intentando disminuir al máximo su gasto en salarios. Fue un período donde claramente las prioridades de la empresa no estuvieron puestas en reformarse o actualizarse sino principalmente en intentar mantenerse con el menor daño posible, el cual, a pesar de todos los intentos fue drástico, llevando a la empresa a perder millones de dólares durante estos años. Debido a estas dificultades, y agregada la incertidumbre en relación con el futuro y con el objetivo de evitar seguir aumentando el número de aeronaves ociosas, la compañía apenas invirtió 412 millones de dólares en compra de aeronaves, motores, entre otras obligaciones de compra durante los 12 meses del 2021, el nivel más bajo en muchos años.

Con la reactivación de las actividades, entre ellas el turismo, una de las principales fuentes de ingresos de American y, a su vez la disminución en las restricciones en la circulación de las personas tanto dentro de los países como entre países, el panorama mejoró tanto para la compañía como para la industria. Los viajes de negocios se reactivaron, las vacaciones en familia pudieron volver a ser tenidas en cuenta, la vida de las personas comenzó a volver a la “normalidad”.

Durante este año, el factor de ocupación de la aerolínea promedió el 83%, lo que significa un incremento de aproximadamente un 30% en comparación con la ocupación promedio del 2020. Con respecto a la cantidad de vuelos operados, se incrementó en un 65% si lo comparamos con los vuelos operados durante el 2020. De esta manera, de a poco la compañía está volviendo a ponerse en condiciones de apostar por seguir invirtiendo y mejorando sus servicios, en cierto punto obligada para no perder terreno frente a sus principales competidores. Tanto es así que, durante este último año, las inversiones en aeronaves y motores totalizaron 2.906 millones de dólares, un aumento mayor al 600% en comparación con el pasado año.

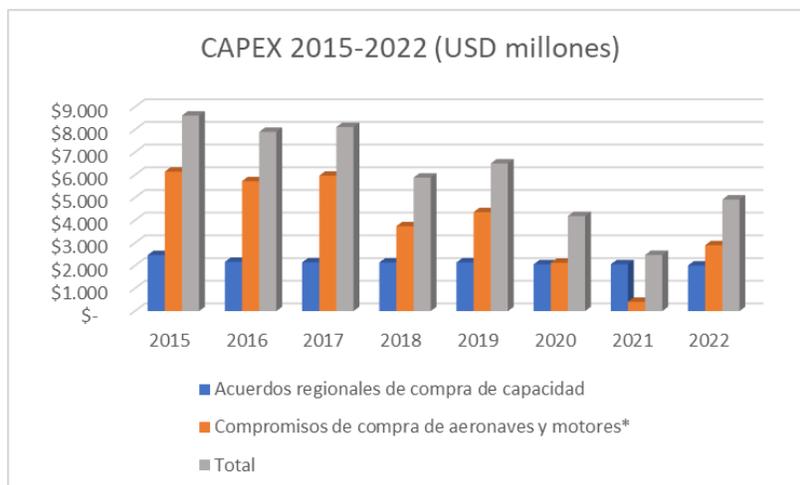
Podemos observar lo comentado en la siguiente tabla:

CAPEX (USD millones)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Acuerdos regionales de compra de capacidad	\$ 2.473	\$ 2.171	\$ 2.146	\$ 2.142	\$ 2.146	\$ 2.063	\$ 2.066	\$ 2.014
Compromisos de compra de aeronaves y motores*	\$ 6.151	\$ 5.731	\$ 5.971	\$ 3.745	\$ 4.366	\$ 2.131	\$ 412	\$ 2.906
Total	\$ 8.624	\$ 7.902	\$ 8.117	\$ 5.887	\$ 6.512	\$ 4.194	\$ 2.478	\$ 4.920

*Incluye otras obligaciones de compra

Tabla 5 – Inversiones de capital American Airlines 2015-2022

(Fuente: elaboración propia según estados financieros publicados)



*Incluye otras obligaciones de compra

Gráfico 3: Inversiones de capital American Airlines 2015-2022

(Fuente: elaboración propia)

IV- Análisis Financiero

a) Ingresos y costos

Con la llegada de la pandemia y la crisis sanitaria hace algunos años, llegaron también las dificultades económicas. La crisis no tuvo piedad. Afectó a la mayor parte de los sectores de la economía global, teniendo un impacto particular en cada uno de estos dependiendo del grado de exposición de cada uno a las medidas preventivas tomadas por los gobiernos y las dificultades que se presentaron para desarrollar cada una de las actividades. Yendo al caso de la industria aeronáutica, se puede decir que, por la naturaleza de su negocio, junto con la industria del turismo fueron de las más afectadas por el impacto de la crisis causada por la pandemia.

American Airlines tuvo grandes dificultades tanto durante 2020, como también durante el año 2021. A pesar de las diversas medidas tomadas por los gobiernos para hacer frente a la crisis, como ser planes de ayuda económica para que las empresas puedan suplantar la falta de ingresos provenientes de la operación diaria, como así también las medidas tomadas por la misma compañía, entre las cuales se hizo hincapié en disminuir su personal activo debido a la caída en la actividad, buscando con esto recortar los costos fijos, la compañía culminó el 2020 en números rojos.

El principal medio por el que American Airlines genera ingresos es a través de la venta de viajes aéreos y demás servicios relacionados. Dentro de estos se incluyen los ingresos derivados de la venta de boletos aéreos tanto domésticos como internacionales, la prestación de servicios de viajes corporativos (incluyendo vuelos chárter), y la prestación de servicios nacionales e internacionales de carga. Además de esto, la compañía también ofrece servicios adicionales como seguros de viaje, servicios a bordo, hotelería, coches, cruceros, entre los más destacados, siempre con el objetivo de mejorar la experiencia del usuario.

De la mano con el crecimiento de la industria en la última década, también lo hicieron sus ingresos, logrando adaptarse a la nueva demanda y necesidades de los pasajeros. Durante el pasado 2020, y con el cese de las actividades debido al estallido de la pandemia, American culminó dicho año con pérdidas millonarias. Según estudios realizados, aun con la reactivación de la actividad, hasta el día de hoy no se logró recuperar lo perdido durante aquel año, y se estima pasen algunos meses más para volver a los niveles prepandemia.

Yendo a los números, como podemos apreciar en la siguiente tabla, los ingresos totales cayeron en el 2020 aproximadamente un 62% en relación con los ingresos del año 2019, totalizando 17.337.000 miles de dólares. Gracias a los diversos paquetes de ayuda que el estado brindó a las empresas y con el inicio de la recuperación, los ingresos crecieron un 72,40% durante 2021 y 63,9% durante 2022, lo que muestra a las claras que la empresa está en plena recuperación y que pronto llegará a los niveles prepandemia.

Históricamente, la industria aeronáutica en general cuenta con una estructura de costos fijos elevada en relación a lo que son sus ingresos, lo que alienta en muchos casos a ver distintos tipos de dificultades en el negocio. En el caso de American, los principales componentes de su estructura de costos son aquellos incurridos en el pago de salarios a los empleados de la firma, junto con los diferentes bonos y beneficios que son otorgados siguiendo las políticas de la empresa. En segundo lugar, se encuentran los costos incurridos en la compra de combustible, considerado uno de los puntos más volátiles a la hora de armar los presupuestos debido a los diversos factores externos que influyen en el precio del mismo. Como vemos en la actualidad, los conflictos entre países, por ejemplo, u otras problemáticas mundiales, llevan a que el precio del derivado del petróleo, sufra constantes fluctuaciones, por lo que algunas empresas eligen diferentes métodos para cubrirse y evitar o tratar de suavizar este efecto, utilizando por ejemplo la cobertura mediante instrumentos financieros. Otra parte de esta está compuesta por los gastos orientados a la compra y el mantenimiento tanto de las aeronaves, como así también de toda su infraestructura terrestre, gastos regionales, alquiler de aviones, entre los más destacados.

Como podemos observar en la tabla adjunta, al haberse dado una gran caída en los ingresos de la compañía en los últimos años, los costos también debieron reducirse inevitablemente por la baja en la actividad. Pasaron de 32.465 millones de dólares en 2019 a 22.832 millones de dólares en 2020. Con la reactivación gradual en la actividad, al igual que los ingresos, los costos también se incrementaron en un 22,4% y 34,3% durante 2021 y 2022 respectivamente.

b) Márgenes

Margen bruto

Como consecuencia de lo que fue la brusca caída en sus ingresos durante el pasado 2020, la ganancia bruta de la aerolínea se vio considerablemente reducida. Desde el año 2015 y hasta el año 2019, la misma superó los 12 mil millones de dólares. En el 2020, la misma cayó hasta niveles de 5.495 millones de dólares negativos, consecuencia del bajo nivel de ingresos conseguidos durante ese periodo y los inevitables costos a los que la compañía ya estaba comprometida.

Durante 2021, American Airlines tuvo que hacerse cargo de muchos costos en los que incurrió para hacer frente a la crisis. La ganancia bruta volvió a niveles positivos al final de este año, totalizando aproximadamente 1.934 millones de dólares. Con el pasar de los meses la compañía fue logrando estabilizarse, durante estos últimos 12 meses la ganancia bruta obtenida ya superó los 11 mil millones de dólares lo que representa un margen bruto del 23%, niveles mucho más cercanos a lo que la compañía acostumbraba en los años previos a la pandemia.

Ganancia Bruta	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ingresos	\$ 40.990	\$ 40.142	\$ 42.622	\$ 44.541	\$ 45.768	\$ 17.337	\$ 29.882	\$ 48.971
Costos	\$ 26.574	\$ 26.800	\$ 29.430	\$ 32.337	\$ 32.465	\$ 22.832	\$ 27.948	\$ 37.528
Total (USD millones)	\$ 14.416	\$ 13.342	\$ 13.192	\$ 12.204	\$ 13.303	\$ -5.495	\$ 1.934	\$ 11.443
Margen Bruto	35%	33%	31%	27%	29%	-32%	6%	23%

Tabla 6 – Ganancia bruta y Margen bruto American Airlines 2015-2022

(Fuente: elaboración propia según estados financieros publicados)

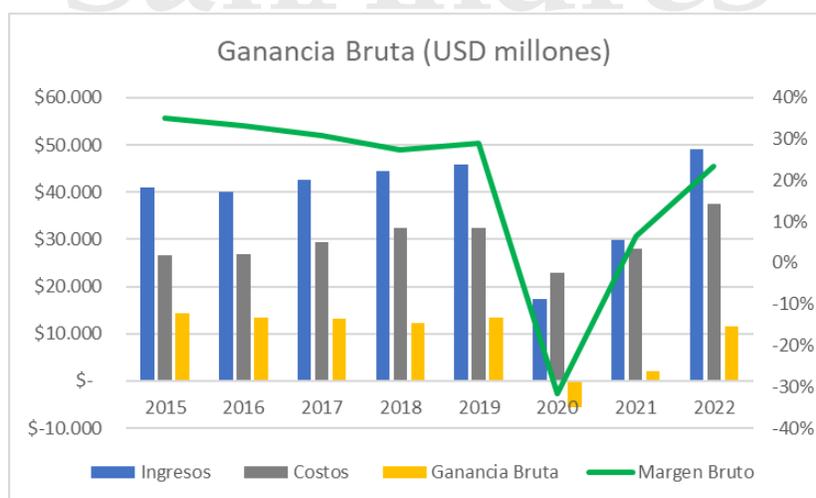


Gráfico 4 – Ganancia bruta y Margen bruto American Airlines 2015-2022

(Fuente: elaboración propia)

Margen Operativo

En lo que respecta a los indicadores de gestión EBIT y EBITDA (Earnings before interest and taxes y Earnings before interest, taxes, depreciations and amortizations respectivamente), podemos observar que tuvieron un comportamiento similar durante el periodo bajo análisis. Concluido el año 2012, el EBIT rondó los 535 millones de dólares. Hasta el año 2019 el mismo se incrementó en aproximadamente 730%. Muestra del crecimiento y evolución de la compañía en la última década. Como consecuencia de la considerable caída en sus ingresos a raíz del estallido de la pandemia, los meses más duros correspondieron a principios de 2020, culminando el año con un EBIT negativo de 11.387 millones de dólares. Durante los últimos meses del 2022, y gracias a las diferentes medidas instauradas para recuperar económicamente a la empresa, la misma terminó ese año con un EBIT 2.229 millones de dólares estadounidenses.

A la hora de analizar una compañía y su desempeño, uno de los indicadores más utilizados para entender la evolución de su gestión es el Margen operativo o Margen EBIT. Este compara las ganancias antes de intereses e impuestos versus los ingresos de la compañía. En otras palabras, muestra que porcentaje de los ingresos terminan representando ganancia para el accionista. La utilidad del margen EBIT radica en que permite hacer una comparación entre empresas que no necesariamente operan en el mismo lugar. Así, el resultado no está influenciado ni distorsionado por factores como el marco tributario, por ejemplo.

En este caso se analizó la evolución del margen durante el período 2015-2022. American venía viendo una disminución en su margen operativo desde el año 2015, explicado por las dificultades que tuvo la compañía luego de su reestructuración para estabilizarse, teniendo que cargar con una importante carga de deuda por compromisos pasados, situación que se agravó con la llegada de la pandemia y todo lo que ello conllevó. Analizando los principales comparables dentro de la industria se puede observar que tanto American Airlines como sus principales competidores, obtuvieron márgenes positivos entre los años 2015 y 2019. Podemos destacar un factor común observado durante los años 2020 y 2021. En este período los márgenes fueron negativos, pasando de promediar 11,54% en 2019 a promediar -53,04% en 2020 con una mejora en 2021 pero aún en niveles negativos de -11,77% en promedio. Esto se puede explicar por las dificultades que tuvo todo el sector para generar resultados positivos durante estos años debido a la baja actividad y con esto la caída en la demanda por viajes y en los precios de estos.

En 2022, la industria continuó por la senda positiva hacia la recuperación. American Airlines culminó el año con un margen de 4,55% sobre sus ingresos, en línea con lo que fue el comportamiento de la industria. Otra muestra de los avances logrados por la compañía luego de lo que fue el gran impacto de la crisis.

Margen Operativo (USD millones)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
American Airlines								
Ingresos	\$ 40.990	\$ 40.142	\$ 42.622	\$ 44.541	\$ 45.768	\$ 17.337	\$ 29.882	\$ 48.971
EBIT	\$ 7.284	\$ 5.860	\$ 5.103	\$ 3.757	\$ 3.889	\$ -11.387	\$ -5.177	\$ 2.229
Margen Operativo	17,77%	14,60%	11,97%	8,43%	8,50%	-65,68%	-17,32%	4,55%
Delta Airlines								
Ingresos	\$ 40.704	\$ 39.450	\$ 41.138	\$ 44.438	\$ 47.007	\$ 17.095	\$ 29.899	\$ 50.582
EBIT	\$ 6.501	\$ 6.224	\$ 6.175	\$ 5.459	\$ 6.567	\$ -7.963	\$ -2.185	\$ 3.858
Margen Operativo	15,97%	15,78%	15,01%	12,28%	13,97%	-46,58%	-7,31%	7,63%
United Airlines								
Ingresos	\$ 37.864	\$ 36.558	\$ 37.784	\$ 41.303	\$ 43.259	\$ 15.355	\$ 24.634	\$ 44.955
EBIT	\$ 5.492	\$ 5.089	\$ 3.690	\$ 3.670	\$ 4.568	\$ -8.904	\$ -4.330	\$ 2.567
Margen Operativo	14,50%	13,92%	9,77%	8,89%	10,56%	-57,99%	-17,58%	5,71%
Southwest Airlines								
Ingresos	\$ 19.648	\$ 20.289	\$ 21.146	\$ 21.965	\$ 22.428	\$ 9.048	\$ 15.790	\$ 23.814
EBIT	\$ 3.957	\$ 3.831	\$ 3.354	\$ 3.180	\$ 2.948	\$ -3.793	\$ -768	\$ 1.098
Margen Operativo	20,14%	18,88%	15,86%	14,48%	13,14%	-41,92%	-4,86%	4,61%
Margen Operativo promedio	17,10%	15,79%	13,15%	11,02%	11,54%	-53,04%	-11,77%	5,62%

Tabla 7 – Margen Operativo American Airlines y principales competidores 2015-2022

(Fuente: elaboración propia de acuerdo con estados financieros publicados)

c) Evolución del EBITDA

El índice EBITDA, a diferencia del EBIT, también contempla las depreciaciones y amortizaciones, facilitando de esta manera la comparación entre empresas y permitiendo realizar un análisis real de la empresa y de su rentabilidad, pudiendo así conocer hasta qué punto la misma está siendo operativa. Uno de sus puntos a favor es que muestra el resultado de esta sin tener en cuenta aspectos tributarios o financieros, permitiendo conocer la verdadera eficiencia de la misma.

Durante la última década, el índice tuvo un comportamiento similar al EBIT. El mismo paso de niveles de 1.550 millones de dólares en 2012 a niveles de 6.207 millones de dólares en 2019, creciendo aproximadamente 300% en este lapso. En el peor momento de la crisis durante 2020 el EBITDA llegó a 9.017 millones de dólares negativos. A pesar de la recuperación, el índice culminó el 2021 aun en niveles negativos, rondando los 2.842 millones de dólares. Durante este último 2022, la recuperación continuo con su ritmo, volviendo a niveles positivos. Clara muestra de la mejoría en el nivel de actividad y en los resultados de las empresas de este sector.

Para los años venideros, se espera que la recuperación siga marcando su curso de acción. Se estima que el EBITDA crecerá considerablemente en los próximos años. Todo eso muestra a las claras lo destructiva que fue la pandemia para el sector, más específicamente para American Airlines, y el esfuerzo que se hizo y planea seguir haciendo para lograr recuperar los niveles de años anteriores a la crisis.

EBITDA (USD millones)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
	\$ 1.550	\$ 2.955	\$ 6.586	\$ 8.893	\$ 7.678	\$ 7.120	\$ 5.916	\$ 6.207	\$ -9.017	\$ -2.842	\$ 4.527

Tabla 8 – Evolución EBITDA American Airlines 2012-2022

(Fuente: S&P Capital IQ. Elaboración propia)

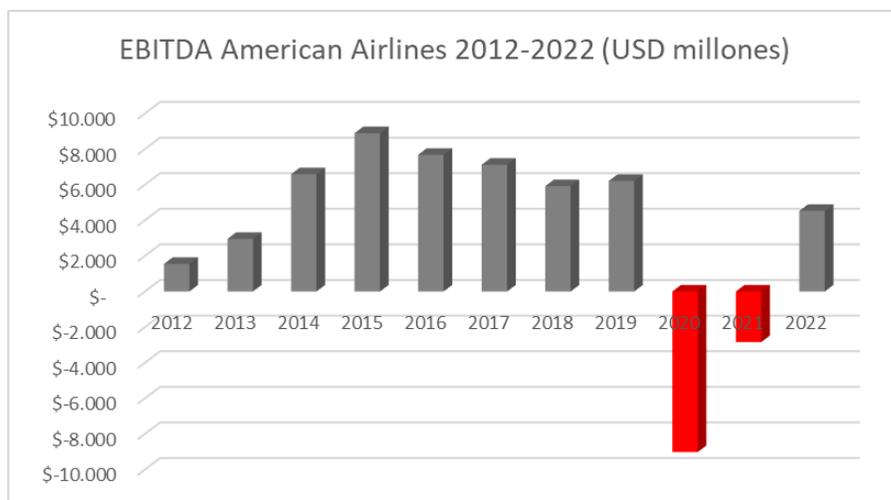


Gráfico 5 – Evolución EBITDA American Airlines 2012-2022

(Fuente: S&P Capital IQ. Elaboración propia)

d) Activos y Pasivos

De la mano con la evolución ingresos y costos, podemos analizar la evolución tanto de los activos como de los pasivos de la compañía. En cuanto a la estructura de activos, por el tipo de industria y la actividad principal, el mayor porcentaje de estos está representado por la tenencia en "Propiedad, planta y equipo", incluyendo desde aeronaves, motores, infraestructura terrestre y demás equipos necesarios para llevar a cabo sus actividades. Con el paso del tiempo y sus planes de expansión, la compañía aumenta año a año sus niveles de activos disponibles. Teniendo en cuenta el total de activos, entre los años 2018 y 2019, los mismos disminuyeron aproximadamente un 1%, siendo el punto más bajo de los últimos años el 2019, donde los mismos llegaron a niveles de 59.995 millones de dólares. Esto da cuenta de lo fuerte que fue el impacto de la crisis sobre la compañía, donde no solo tuvo que dejar de adquirir nuevos activos en busca de crecimiento como lo venía haciendo hace años, sino que, al haberse agotado muchas fuentes de ingresos con las cuales hacer frente a los pasivos corrientes tuvo que resignar parte de los mismos para aumentar su efectivo disponible y poder hacer frente a las obligaciones corrientes ya asumidas.

Resulta interesante observar lo sucedido entre los años 2020 y 2021. La compañía aumento su cantidad de activos totales, pero sus tenencias en propiedad, plantas y equipos disminuyeron. Esto explica la necesidad que se le presentó a la compañía durante la crisis, casi duplicando su efectivo disponible para cumplir con sus deudas con el fin de evitar caer en incumplimiento de pago de sus obligaciones corrientes. Durante 2022 y con la mejoría en la situación económica, la misma pudo destinar nuevamente fondos a realizar inversiones de capital e invertir en la construcción y mejora de su infraestructura terrestre.

Gran parte de los pasivos de la empresa están representados por pasivos financieros a largo plazo. Con la llegada la pandemia a fines de 2019 y con esto la disminución de la actividad, y

por consecuente también en sus ingresos, la compañía optó por cumplir con las obligaciones con las que ya se había comprometido, en busca de alivianar la crisis disminuyendo sus pasivos corrientes, y optando por financiarse más a largo plazo. Durante este 2022 la obtención de resultados positivos le permitió cancelar parte de su deuda a largo plazo la cual había aumentado durante los últimos años debido en gran parte las refinanciaci3nes pasadas.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Activos Corrientes						
Caja y equivalentes	\$ 5.066	\$ 4.760	\$ 3.826	\$ 6.864	\$ 12.431	\$ 8.965
Cuentas a cobrar	\$ 1.752	\$ 1.706	\$ 1.750	\$ 1.342	\$ 1.505	\$ 2.138
Otros	\$ 2.328	\$ 2.171	\$ 2.630	\$ 2.889	\$ 3.400	\$ 4.166
Total Activos Ctes.	\$ 9.146	\$ 8.637	\$ 8.206	\$ 11.095	\$ 17.336	\$ 15.269
Activos No Corrientes						
Prop., Planta y Equipos	\$ 32.939	\$ 41.971	\$ 42.058	\$ 38.292	\$ 36.870	\$ 37.681
Otros	\$ 10.700	\$ 9.972	\$ 9.731	\$ 12.621	\$ 12.261	\$ 11.766
Total Activos No Ctes.	\$ 43.639	\$ 51.943	\$ 51.789	\$ 50.913	\$ 49.131	\$ 49.447
Total Activos (USD millones)	\$ 52.785	\$ 60.580	\$ 59.995	\$ 62.008	\$ 66.467	\$ 64.716
Pasivos Corrientes						
Cuentas a pagar	\$ 1.688	\$ 1.773	\$ 2.062	\$ 1.196	\$ 1.772	\$ 2.149
Otros	\$ 13.670	\$ 16.323	\$ 16.249	\$ 15.373	\$ 17.234	\$ 19.347
Total Pasivos Ctes.	\$ 15.358	\$ 18.096	\$ 18.311	\$ 16.569	\$ 19.006	\$ 21.496
Pasivos No Corrientes						
Deuda a largo plazo	\$ 21.818	\$ 20.566	\$ 20.896	\$ 29.324	\$ 35.008	\$ 31.844
Otros	\$ 16.389	\$ 22.087	\$ 20.906	\$ 22.982	\$ 19.793	\$ 17.175
Total Pasivos No Ctes.	\$ 38.207	\$ 42.653	\$ 41.802	\$ 52.306	\$ 54.801	\$ 49.019
Total Pasivos (USD millones)	\$ 53.565	\$ 60.749	\$ 60.113	\$ 68.875	\$ 73.807	\$ 70.515
Total PN (USD millones)	\$ -780	\$ -169	\$ -118	\$ -6.867	\$ -7.340	\$ -5.799

Tabla 9 – Detalle de activos y pasivos 2017-2022

(Fuente: elaboraci3n propia seg3n estados financieros publicados)

e) Ratios de rentabilidad

Se llama ratios de rentabilidad a los indicadores financieros que se utilizan para evaluar el potencial que tiene una empresa para generar resultados, tanto para afrontar sus gastos, invertir, como tambi3n para ser distribuidos entre sus accionistas.

e.1) ROA: Retorno sobre activos

Este indicador se calcula como el coeficiente entre el beneficio obtenido por una empresa en un per3odo determinado y el activo total con el que esta cuenta en dicho momento. Sirve para tener una idea m3s precisa de la rentabilidad de los activos de una empresa. Dicho de otra manera, conociendo el ROA de una compa3a, podemos conocer el grado de rentabilidad que tienen los activos de esta por ellos mismos, el nivel de eficiencia de estos, independientemente de las fuentes de financiaci3n utilizadas por la compa3a o de la carga fiscal del pa3s o pa3ses donde se encuentra ubicada o preste sus servicios.

Dado el constante crecimiento de la industria aeronáutica y todas las exigencias que esto conlleva, American aumentó considerablemente sus activos durante los años anteriores a la pandemia, con el objetivo de seguir ocupando un lugar a la cabeza del sector y no perder terreno en esta industria tan competitiva.

Podemos observar que durante los últimos años el ROA tuvo una disminución significativa, siendo el rendimiento de los años 2016, 2017, 2018 y 2019 claramente más bajo que lo que la compañía y la industria acostumbra a tener. Con la llegada de la pandemia, este pasó a cifras negativas tanto para la compañía como también para los principales competidores de la industria debido a haber obtenido resultados netos negativos, otra muestra del impacto de la crisis, el cual no pudo ser completamente recuperado durante el 2022, ubicándose aun en niveles bastante inferiores a los años prepandemia.

A continuación, se puede observar en la tabla adjunta, la evolución de este ratio durante los últimos años:

ROA	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
American Airlines	9,48%	13,07%	7,32%	4,57%	3,86%	3,57%	-15,34%	-7,82%	2,81%
United Airlines	5,20%	11,11%	7,08%	4,87%	5,66%	6,03%	-13,47%	-6,64%	2,89%
Southwest Airlines	6,84%	11,12%	10,41%	8,68%	8,98%	8,75%	-10,59%	-3,45%	2,07%
Delta Airlines	4,38%	6,95%	7,75%	6,69%	6,87%	7,57%	-11,83%	-3,54%	1,21%
Industria	7,17%	11,77%	8,27%	6,04%	6,17%	6,12%	-13,13%	-5,97%	2,59%

Tabla 10 – ROA American Airlines y principales competidores 2014-2022.

(Fuente: S&P Capital IQ. Elaboración propia)

e.2) ROE: Retorno sobre el capital

Otro de los indicadores más utilizados para medir la rentabilidad de una empresa es el ROE. Para calcularlo debemos dividir la utilidad neta de un período en los fondos propios de la compañía, es decir, el patrimonio neto. Mide la capacidad de una empresa para generar valor para los accionistas, y por ello es uno de los puntos donde los inversionistas centran su atención a la hora de la toma de decisiones. Cuanto mayor es, mayor es la rentabilidad que una empresa está en condiciones de generar utilizando sus recursos propios para financiarse.

Juntamente con esto, empresas que tienen un alto nivel de endeudamiento con terceros suelen tener un ROE mayor a las que acostumbra a apalancarse con sus propios recursos o de sus accionistas. En la medida que aumente el monto de la deuda poseída por la empresa y menor sea su capital contable, mayor será el ROE. Analizando el mismo podemos concluir que tan eficiente es la administración de la empresa, permitiéndonos entender que tan bueno es el rendimiento del efectivo, las ganancias y los activos en comparación con el capital financiero disponible.

Al ser el negocio de las aerolíneas de márgenes bajos en general, cualquier mínima fluctuación imprevista en los costos puede marcar la diferencia entre finalizar un período con pérdidas o ganancias. Que el equity sea negativo da cuenta de pérdidas para sus accionistas. En el caso particular de American podemos observar que, desde algunos años antes de la llegada de la pandemia, su equity se tornó negativo, lo que significa que la compañía debe más de lo que tiene. Tras la llegada de la pandemia, la situación se tornó aún peor. La compañía culminó los

años 2020 y 2021 con un equity negativo de 6.867 y 7.340 millones de dólares respectivamente, tras los malos resultados obtenidos.

Según palabras de su CEO Robert Isom, la compañía sufrió el gran impacto del aumento de los precios del combustible. Durante el año 2014, el gasto en combustible llegó a representar más del 33% del total de los costos operativos de la compañía, porcentaje bastante mayor a lo que la misma acostumbra. Para los años 2015 y 2016, este constituyó apenas el 21% y 17% del total de costos operativos respectivamente, promediando el 22% hasta el 2022, muestra de la situación en la que se encontraba American y su urgencia por acortar los costos en la mayor medida posible, beneficiada en parte por la disminución en el precio del galón de combustible durante algunas etapas esos años. Claramente este será uno de los principales retos en los próximos meses y años para la aerolínea, quien dependerá mucho de la evolución del precio del mismo, el cual a su vez es conocido por su alta volatilidad. Históricamente, los costos laborales de American también fueron superiores a los de sus competidores, obteniendo de esta forma márgenes menores que su competencia lo que fue condicionando su situación con el pasar de los años.

Otro factor clave en el aumento sustancial en el saldo de deuda fueron las pérdidas acumuladas o reestructuraciones financieras para hacer frente tanto al gasto en renovación de su flota de aeronaves e infraestructura, como también cumplir con los compromisos con sus empleados. A medida que el tiempo pasa y sus deudas van llegando a vencimiento, en el caso de tener que refinanciarlas para pagarlas en un tiempo futuro, si las tasas de interés suben, consecuentemente la compañía se verá perjudicada ya que los intereses a pagar también aumentarán. La compañía se encuentra obligada a generar resultados positivos para evitar que la situación empeore.

Cabe resaltar que la compañía ya vivió situaciones similares a esta por ejemplo durante los períodos 2004-2006 y 2008-2011, años antes de su reestructuración. Durante los últimos años, la empresa dio pasos significativos hacia la reducción de su deuda. Las claves para revertir esta situación o al menos disminuir la gravedad de esta constan principalmente en medidas para la reducción de sus costos operativos como ser la renegociación de contratos laborales y la disminución en la cantidad de personas empleadas. Entre otras, podemos mencionar: aumento del uso de kioscos de facturación en lugar de agentes en las puertas de embarque, reducción de su personal permanente desde pilotos y auxiliares de vuelo hasta puestos administrativos mediante la oferta de planes de retiro voluntarios y jubilaciones anticipadas, reducción en las comisiones a las agencias de viajes, renegociación de contratos con proveedores informáticos y también, hasta se cerraron algunas instalaciones de mantenimiento, como ser la ubicada en Kansas.

Otras de las medidas adoptadas fue disminuir significativamente su gasto en inversiones de capital y depósitos para la compra de nuevas aeronaves y motores. Y no solo eso, durante los últimos 3 años, la compañía disminuyó su tenencia en propiedad, planta y equipo, finalizando el 2022 con una tenencia 10% menor en comparación con el 2019. Ajustó su flota, y buscó optimizar rutas con el objetivo de mejorar la eficiencia de sus viajes, siendo esta otra de las medidas para disminuir costos operativos como combustible, mantenimiento y reparaciones.

En este sentido, desde 2021, la compañía utiliza una nueva tecnología denominada "Smart Gating"⁶ en búsqueda de mayor eficiencia en sus operaciones. La misma fue aplicada en sus principales "hubs"⁷ como Dallas, Charlotte, Miami, Washington y Chicago. Se trata de un

⁶ "Smart Gating": nueva tecnología aplicada por American Airlines con el objetivo de mejorar su eficiencia.

⁷ "Hubs": puntos de conexión estratégico de las aerolíneas.

sistema que utiliza información de los vuelos en tiempo real, con el objetivo de disminuir el tiempo de espera de cada uno de los aviones al aterrizar, asignando la puerta más conveniente en cada caso. Esto le permite ahorrar hasta 17 horas por día en tiempo de estacionado de sus aeronaves, lo que proporciona un ahorro en combustible de aproximadamente 1.4 millones de galones por año. A su vez, también colabora con la reducción de emisión de dióxido de carbono. Con esto genera un excedente para poder cumplir con parte de sus obligaciones.

Tanto es así que, durante 2021, la compañía realizó dos emisiones de deuda de USD 2.500 millones con vencimientos en 2026 y 2029 y a su vez lanzó una línea de créditos a plazo por el mismo monto con vencimiento en 2028. Todo esto respaldado por el programa "AAdvantage" de American, con el objetivo de recaudar fondos para pagar los préstamos recibidos durante estos años debido al impacto del covid-19.

Además, con el objetivo de aumentar sus disponibilidades para disminuir el saldo de deuda, disminuyó significativamente su programa de despliegue de capital, el cual se basa en la recompra de acciones propias. Uno de los objetivos que puede haber tenido la compañía con esto puede haber sido intentar sostener o incrementar el valor de sus acciones, brindándole de esta forma un beneficio al accionista que, a diferencia de recibir dividendos, veía incrementado su capital por el mayor valor de sus acciones, sin tener que tributar. Esto mismo puede verse reflejado en la siguiente tabla adjunta. Al 31 de diciembre de 2022 la misma redujo su equity negativo hasta niveles de 5.799 millones de dólares, pero aún queda camino por recorrer.

Las inversiones recibidas, además de los distintos paquetes de ayuda del Estado fueron otra de las claves para afrontar sus complicaciones financieras. El fortalecimiento del balance es una prioridad fundamental para la compañía.

American Airlines (USD millones)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Recompra de acciones ordinarias	\$ 3.846	\$ 4.500	\$ 1.515	\$ 837	\$ 1.097	173	\$ 18	\$ 21

Tabla 11 – Recompra de acciones ordinarias 2015-2022

(Fuente: S&P Capital IQ. Elaboración propia)

A continuación, se puede observar en la tabla adjunta, la evolución de este ratio durante los últimos años tanto para American Airlines como para sus principales competidores:

American Airlines	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ingresos netos (USD millones)	\$ 7.610	\$ 2.584	\$ 1.282	\$ 1.412	\$ 1.686	\$ -8.885	\$ -1.993	\$ 127
Capital (USD millones)	\$ 5.635	\$ 3.785	\$ -780	\$ -169	\$ -118	\$ -6.867	\$ -7.340	\$ -5.799
ROE	135%	68%	-164%	-836%	-1429%	129%	27%	-2%
United Airlines								
Ingresos netos (USD millones)	\$ 7.340	\$ 2.234	\$ 2.143	\$ 2.122	\$ 3.009	\$ -7.069	\$ -1.964	\$ 737
Capital (USD millones)	\$ 8.966	\$ 8.659	\$ 8.734	\$ 10.042	\$ 11.531	\$ 5.960	\$ 5.029	\$ 6.896
ROE	82%	26%	25%	21%	26%	-119%	-39%	11%
Southwest Airlines								
Ingresos netos (USD millones)	\$ 2.181	\$ 2.183	\$ 3.357	\$ 2.465	\$ 2.300	\$ -3.074	\$ 977	\$ 539
Capital (USD millones)	\$ 7.358	\$ 8.441	\$ 9.641	\$ 9.853	\$ 9.832	\$ 8.876	\$ 10.414	\$ 10.687
ROE	30%	26%	35%	25%	23%	-35%	9%	5%
Delta Air Lines								
Ingresos netos (USD millones)	\$ 4.526	\$ 4.195	\$ 3.205	\$ 3.835	\$ 4.767	\$ -12.385	\$ 280	\$ 1.318
Capital (USD millones)	\$ 10.850	\$ 12.287	\$ 12.530	\$ 13.687	\$ 15.358	\$ 1.534	\$ 3.887	\$ 6.582
ROE	42%	34%	26%	28%	31%	-807%	7%	20%

Tabla 12 – ROE American Airlines y principales competidores 2015-2022

(Fuente: elaboración propia según estados financieros publicados)

f) Ratios de endeudamiento

f.1) Deuda/Activos

Este ratio compara la deuda financiera que posee una empresa en un momento determinado con los activos totales de la misma en ese instante de tiempo. Esto nos muestra cuál es el porcentaje de apalancamiento que está siendo utilizado por la misma. Uno de los aspectos característicos de la industria, y un factor común en la mayoría de las aerolíneas es su elevada estructura de costos en relación a lo que son sus ingresos y, por decirlo de alguna forma, su alto nivel de endeudamiento. Adquirir y mantener aviones, así como cubrir costos como combustible, salarios, implica grandes inversiones, cuyas fluctuaciones debido por ejemplo a eventos imprevistos como la pandemia o conflictos entre países, contribuyen a elevar los niveles de endeudamiento.

Durante el período comprendido entre 2017 y 2021, el ratio Deuda/Activos totales fue de 56,3% en promedio para American, algo por encima del promedio de la industria. El pico fue marcado durante el 2021, cuando el mismo llegó a promediar niveles del 69%. Al igual que American, sus principales competidores aumentaron su porcentaje de deuda en relación con sus activos durante estos últimos años. Esto coincide con el peor período en mucho tiempo debido a la brusca caída en sus ingresos como consecuencia de la disminución en la actividad mundial a causa de las restricciones en la circulación debido a la pandemia, período en el cual no tuvieron más alternativa que solicitar ayuda o refinanciarse aumentando así su deuda, para no caer en incumplimiento de sus obligaciones.

Es de esperar que a medida que las actividades vayan volviendo a su nivel normal, y con esto los ingresos retomen sus niveles prepandemia, veremos al ratio seguramente converger hacia niveles cercanos a los normales, tal como lo hizo en 2022.

Deuda/Activos	2017	2018	2019	2020	2021	2022
American Airlines	47%	56%	56%	66%	69%	68%
United Airlines	32%	37%	36%	51%	55%	50%
Southwest Airlines	14%	13%	15%	33%	32%	25%
Delta Airlines	16%	27%	27%	49%	43%	41%

Tabla 13 – Deuda/Activos American Airlines y principales competidores 2017-2022

(Fuente: elaboración propia)

f.2) Deuda/Capitalización de mercado

Analizando este ratio que compara la deuda total de una compañía con la capitalización de mercado de la misma, podemos observar qué parte de la financiación de la compañía corresponde a sus accionistas y qué parte corresponde a terceros. Resulta de gran ayuda para proyectar los objetivos de endeudamiento a corto y largo plazo. Es importante, cuando analizamos este ratio, hacerlo comparándolo con sus principales competidores o comparables, para entender en qué situación se encuentra la compañía con respecto a empresas similares.

Durante los últimos 5 años, el mismo aumento tanto para American como para sus competidores, notando un incremento más acentuado en los años 2020 y 2021, explicado por las dificultades causadas por la pandemia a la hora de generar resultados en todo el sector, y la necesidad de las aerolíneas de financiarse para poder hacer frente a sus obligaciones recurrentes. Históricamente American tuvo niveles de endeudamiento algo mayores a los de sus competidores, lo cual también se pudo ver reflejado en estos últimos años. Las refinanciaciones de deuda luego de su fusión con US Airways, sus altos costos laborales y el impacto del aumento en el precio del combustible son algunas de las variables que explican esta situación.

Podemos observar lo comentado en la siguiente tabla:

Deuda/Capitalización de mercado	2017	2018	2019	2020	2021	2022
American Airlines						
Deuda	\$ 25.065	\$ 34.029	\$ 33.444	\$ 41.021	\$ 46.177	\$ 43.687
Capitalización de mercado	\$ 24.972	\$ 16.121	\$ 12.070	\$ 11.508	\$ 11.315	\$ 10.136
Deuda/Capitalización de mercado	100%	211%	277%	356%	408%	431%
United Airlines						
Deuda	\$ 14.392	\$ 14.728	\$ 20.450	\$ 33.891	\$ 41.063	\$ 37.300
Capitalización de mercado	\$ 18.990	\$ 23.421	\$ 17.498	\$ 16.978	\$ 15.397	\$ 16.024
Deuda/Capitalización de mercado	76%	63%	117%	200%	267%	233%
Southwest Airlines						
Deuda	\$ 3.690	\$ 3.391	\$ 4.002	\$ 12.205	\$ 12.285	\$ 9.431
Capitalización de mercado	\$ 34.036	\$ 31.990	\$ 28.803	\$ 30.857	\$ 26.418	\$ 21.507
Deuda/Capitalización de mercado	11%	11%	14%	40%	47%	44%
Delta Airlines						
Deuda	\$ 9.901	\$ 17.609	\$ 17.995	\$ 36.648	\$ 35.779	\$ 31.710
Capitalización de mercado	\$ 37.668	\$ 34.558	\$ 37.696	\$ 27.529	\$ 26.964	\$ 24.357
Deuda/Capitalización de mercado	26%	51%	48%	133%	133%	130%

Tabla 14 – Deuda/Capitalización de mercado American Airlines y principales competidores 2017-2022

(Fuente: S&P Capital IQ. Elaboración propia)

f.3) Deuda Neta/EBITDA

Uno de los ratios crediticios más utilizados a la hora de analizar una empresa es el Deuda Neta/EBITDA. Una de las principales razones para analizar este ratio radica en la importancia de entender la capacidad de la empresa para hacer frente a sus pasivos a partir de las fuentes obtenidas de sus actividades operativas.

Con la llegada de la pandemia disminuyó la capacidad de las aerolíneas en general de generar resultados teniendo que inclinarse, llegado el caso, por contraer deuda o refinanciarse para afrontar sus obligaciones. Podemos observar como este ratio aumentó desde 2019 hasta 2021, llegando a niveles de apalancamiento extremadamente altos en relación con lo que acostumbra el sector.

Durante este último 2022, y con la reactivación casi total de las actividades, las compañías del sector, incluida American, volvieron a generar resultados positivos, disminuyendo la cantidad de deuda y con esto el ratio considerablemente. Se puede esperar que esto continúe por la misma senda durante los próximos años, volviendo de esta manera a niveles prepandemia en el futuro cercano.

Deuda neta/EBITDA	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
American Airlines	1,6x	2,3x	2,8x	2,9x	2,8x	NM	23,3x	3,9x
United Airlines	0,9x	1x	1,9x	1,7x	1,5x	NM	18,9x	2,5x
Delta Airlines	0,6x	0,6x	1x	1,5x	1,3x	NM	11x	2,9x
Industria	1,03x	1,30x	1,90x	2,03x	1,87x	NM	17,73x	3,10x

Tabla 15 – Deuda neta/EBITDA American Airlines y principales competidores 2015-2022

(Fuente: S&P Capital IQ. Elaboración propia)

g) Ratios de liquidez

g.1) Ratio circulante

Dentro de los ratios de solvencia o liquidez más utilizados para el análisis de la situación financiera de una empresa se encuentra el ratio circulante. El mismo compara el total de activos corrientes contra el total de pasivos corrientes de una determinada empresa en un periodo determinado. En otras palabras, es el número de veces que el activo corriente de una empresa puede cubrir su pasivo corriente.

Este ratio refleja la capacidad con la que cuenta una compañía para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo. En este caso American Airlines se encuentra dentro de los niveles normales de la industria, considerando las aerolíneas comparables que se seleccionaron a efectos de nuestro trabajo.

Observando el comportamiento de este en el caso de American y sus principales competidores, detectamos un factor común. Durante el 2020, las aerolíneas optaron por reducir su deuda corriente, optando por refinanciarse más a largo plazo y de esa manera poder hacer frente a las obligaciones recurrentes.

A continuación, podemos observar en la tabla anexa la evolución del mismo entre 2017 y 2022:

Ratio circulante (USD millones)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
American Airlines						
Activo corriente	\$ 9.146	\$ 8.637	\$ 8.206	\$ 11.095	\$ 17.336	\$ 15.269
Pasivo corriente	\$ 15.358	\$ 18.096	\$ 18.311	\$ 16.569	\$ 19.006	\$ 21.496
Activo corriente / Pasivo corriente	0,60	0,48	0,45	0,67	0,91	0,71
Delta Airlines						
Activo corriente	\$ 7.804	\$ 6.340	\$ 8.249	\$ 17.404	\$ 15.940	\$ 13.011
Pasivo corriente	\$ 18.959	\$ 18.578	\$ 20.204	\$ 15.927	\$ 20.966	\$ 25.940
Activo corriente / Pasivo corriente	0,41	0,34	0,41	1,09	0,76	0,50
United Airlines						
Activo corriente	\$ 7.133	\$ 7.094	\$ 8.194	\$ 14.800	\$ 21.834	\$ 20.058
Pasivo corriente	\$ 12.763	\$ 13.839	\$ 14.938	\$ 12.725	\$ 18.304	\$ 19.992
Activo corriente / Pasivo corriente	0,56	0,51	0,55	1,16	1,19	1,00
Southwest Airlines						
Activo corriente	\$ 4.815	\$ 5.058	\$ 5.974	\$ 15.173	\$ 18.036	\$ 14.808
Pasivo corriente	\$ 6.863	\$ 7.905	\$ 8.952	\$ 7.506	\$ 9.164	\$ 10.378
Activo corriente / Pasivo corriente	0,70	0,64	0,67	2,02	1,97	1,43

Tabla 16 – Ratio circulante American Airlines y principales competidores 2017-2022

(Fuente: elaboración propia según estados financieros publicados)

Valuación

Existen diversos métodos de valuación de compañías, entre los que se pueden destacar aquellos métodos basados en el Estado de Situación Patrimonial, los basados en el Estado de Resultados, los basados en el Goodwill y el seleccionado para hacer esta valuación, aquel que se basa en los Flujos de fondos generados por la compañía.

a) Metodología

La metodología que se utilizará para estimar el valor del capital accionario de la compañía será la de Flujo de Fondos Descontados (“DCF”)⁸. Según esta metodología, el valor de la compañía es igual al valor presente de sus futuros flujos de fondos descontados a una tasa descuento (WACC)⁹ calculada para tal fin al 31 de diciembre de 2022, fecha de valuación.

Para esto se necesitará estimar:

- a- Vida restante de la compañía, asumiremos que sus operaciones continuarán a perpetuidad, por lo que se incluirá el cálculo de un valor terminal.

Los flujos son estimados en base a un horizonte temporal (2023-2027), y luego descontados para reflejar su valor presente. Al mismo tiempo también son considerados aquellos flujos generados más allá del horizonte predeterminado, reconocido como “Valor Terminal”.

- a- El valor presente de los flujos será calculado utilizando la tasa de descuento (WACC). La tasa utilizada es la del “Costo Promedio Ponderado del Capital”. La fórmula para determinar la misma utilizando el modelo de CAPM¹⁰ es la siguiente:

Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC)

$$WACC = K_e \times \frac{Equity}{Equity + Debt} + K_d \times \frac{Debt}{Debt + Equity} \times (1 - t)$$

⁸ “DCF”: Discounted Cash Flow.

⁹ “WACC”: Weighted Average Cost of Capital.

¹⁰ “CAPM”: Capital Asset Pricing Model.

b) Cálculo de Tasa de descuento (WACC)

1- Se calculará el WACC en términos nominales.

Donde:

Ke: Costo del Equity o Capital accionario.

$$Ke = Rf + \beta \times (Rm - Rf)$$

Rf: Tasa libre de riesgo.

Por tasa libre de riesgo se conoce a aquella rentabilidad que se obtiene cuando optamos por invertir en un activo considerado libre de riesgo. Se puede pensar que todas las inversiones, tienen algún contenido de riesgo implícito en las mismas. En otras palabras, una tasa libre de riesgo es aquella con la cual el rendimiento esperado de la inversión a realizar termina siendo igual al rendimiento obtenido de la misma. Con este propósito, se utilizará como tasa libre de riesgo la rentabilidad de los bonos del tesoro de los Estados Unidos a 10 años a la fecha de valuación. La misma al 31 diciembre de 2022 ascendía a 3,88%. (Fuente: Federal Reserve Board).

B: representa el diferencial de riesgo del negocio respecto al riesgo promedio del mercado (Rm). Una forma de medir el riesgo sistemático, es decir, no diversificable de empresas de un mismo sector o industria es utilizando el Beta del negocio.

A efectos de nuestro cálculo se realizó una regresión lineal contra el índice S&P 500, índice en el cual se agrupan las 500 empresas más importantes de los Estados Unidos que cotizan en la bolsa de Nueva York (NYSE), considerando los retornos diarios de los últimos 5 años se estimó un Beta de 1,38. (Fuente: Tradingview)

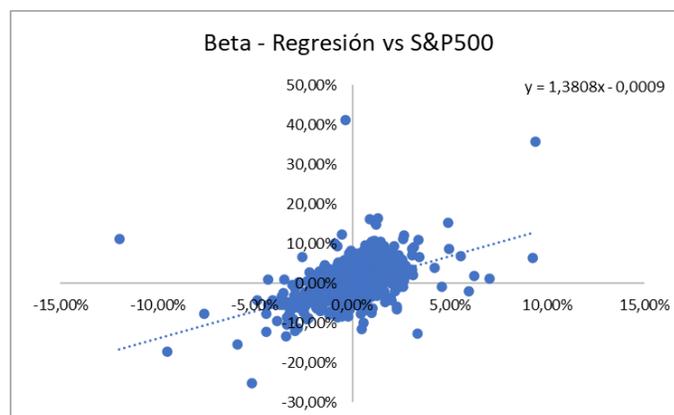


Gráfico 6 – Regresión Beta a 5 años vs S&P500

(Fuente: Yahoo Finance. Elaboración propia)

R_m: el premio por riesgo de mercado representa el retorno o rentabilidad por encima de la tasa libre de riesgo que pedirían los inversionistas para mantener un portafolio de mercado diversificado. R_m es la tasa de rentabilidad que se espera del mercado en que cotiza el activo, en este caso American Airlines.

A los fines del cálculo del WACC, se consideró el rendimiento anual promedio de los últimos 70 años del S&P 500, el cual fue de 10,68%. (Fuente: officialdata.org)

Equity: el Equity de una empresa puede expresarse también como el capital accionario de la misma. En otras palabras, es el total que habría que devolver a todos los accionistas en caso de disolverse todos los activos y pagarse todas las deudas de la compañía.

American Airlines Group, Inc.	31.12.2022
Acciones en circulación	651.430.518
Precio por acción (USD)	\$ 15,56
Capitalización de mercado (USD millones)	\$ 10.136,26

Tabla 17 – Capitalización de mercado de American Airlines al 31-12-2022

(Fuente: S&P Capital IQ)

K_d: el costo de endeudamiento hace referencia al costo que tiene una empresa para desarrollar sus actividades o bien, realizar inversiones, utilizando fondos obtenidos a través de la financiación de terceros. Es el tipo de interés al que una empresa tiene la posibilidad de conseguir financiación.

Se realizó un análisis de las emisiones de deuda corporativa de la compañía. A efectos de este cálculo se considerará el rendimiento del bono "AALX" con vencimiento el 20 de abril de 2029. El mismo a la fecha de valuación ascendía a 7,89%. (Fuente: Eikon Reuters)

Debt: valor de mercado de la deuda de la compañía al 31 de diciembre de 2022.

Con respecto a la estructura de financiamiento, se consideró que la participación de la deuda financiera (D / D + E) es de aproximadamente 47,82%, en base a la estructura de capital de la empresa. (Fuente: Bloomberg, S&P CapitalIQ)

t: Tasa Corporativa de Impuesto a las ganancias. La tasa que efectivamente se aplicó a las ganancias de American Airlines en el año 2022 fue de 31,72%. (Fuente: stock analysis).

Entonces:

Weighted Average Cost of Capital ("WACC")			
31.12.2022	Data	EEUU	Fuente
Beta	B_i	1,38	Regresión lineal contra índice SPX (Rendimientos diarios de los últimos 5 años)
Tasa libre de riesgo	R_f	3,88%	Rendimiento de mercado de U.S. Treasury Securities a 10 años (Constant Maturity)
Premio de riesgo de mercado	$(R_m - R_f)$	6,80%	Rendimiento anual promedio de los últimos 70 años del índice SPX (10,68%)(Officialdata.org)
Costo de los recursos propios	K_e	13,27%	$K_e = R_f + B * (R_m - R_f)$
Costo de deuda	K_d	7,89%	Rendimiento AALX (vto. 20-04-2029)
Impuesto corporativo global	t	31,72%	Tasa corporativa (efectiva) de Impuesto a las Ganancias. (Stockanalysis.net)
Costo de deuda (post impuestos)	$K_{d \text{ post-tax}}$	5,39%	$K_{d \text{ post-tax}} = K_d * (1 - t)$
% Deuda	D	47,82%	Estructura de capital American Airlines
% Recursos propios	E	52,18%	Estructura de capital American Airlines
WACC	WACC	9,50%	$WACC = K_{d \text{ post-tax}} * D + K_e * E$

Tabla 18 – Cálculo WACC American Airlines al 31-12-2022

(Fuente: elaboración propia)

c) Flujo de fondos proyectados

Para realizar la estimación de los resultados de American Airlines para los próximos años, resulta indispensable analizar además de los estados financieros de la firma de los últimos años, los factores de riesgo considerados en general para su negocio y como pueden llegar a incidir cada uno de ellos en sus resultados. La información publicada por el Banco Mundial y por Boeing en su CMO¹³ concerniente a las perspectivas de evolución de la industria en los próximos años son otro punto clave a considerar para proyectar lo que será el desempeño de la compañía estadounidense.

De acuerdo con lo informado por Boeing en su CMO, el mercado global, más precisamente el mercado aeronáutico, se está recuperando favorablemente del duro golpe sufrido a raíz del estallido de la pandemia a fines del 2019. Muchos análisis muestran que la mayoría de los mercados locales ya lograron una gran recuperación y es probable que la misma se complete durante los próximos meses. En cuanto al plano internacional, la situación es un poco más compleja y todavía no volvió totalmente a la normalidad debido a que aún persisten algunas medidas establecidas por los gobiernos para evitar nuevas olas de contagio y terminar de superar la crisis sanitaria. Por lo tanto, la evolución de este y su vuelta a niveles prepandemia dependerá en gran medida de como avance y se termine de enfrentar al virus en los próximos meses.

Todo indica que gracias al notable avance en materia sanitaria la pandemia está llegando a su fin por lo que, en cuestión de poco tiempo, según Boeing entre 2023 y 2024, la actividad estaría en condiciones de alcanzar los niveles en los que se encontraba antes de la pandemia. Cabe resaltar que todo esto está expuesto a, como mencionamos, la evolución de la situación sanitaria en los próximos meses debido a posibles nuevas olas de contagio, ya cada vez menos comunes alrededor del mundo, y también a otros factores externos entre los cuales se destaca el precio

¹³ "CMO": Commercial Market Outlook. www.boeing.com/commercial/market/commercial-market-outlook

del combustible, la disponibilidad de materiales, insumos y mano de obra, los cuales serán factores fundamentales que marcarán el ritmo de la recuperación.

Entre los factores de riesgo mencionados en el “10-K (anual reports)”¹⁴ publicado por la SEC¹⁵ que tienen influencia y podrían afectar el negocio de la industria y de American Airlines, como así también sus resultados y operaciones podemos destacar al ya mencionado brote por coronavirus. Como ya lo hizo durante estos últimos años, la duración y propagación de la pandemia podría tener efectos negativos sobre los resultados y la operatoria de la empresa, los cuales son imposibles de predecir con exactitud, junto con otros riesgos que podrían surgir y de los que aún no se tiene ningún tipo de conocimiento.

Las diferentes medidas tomadas por los gobiernos para intentar detener la propagación del virus provocaron una baja considerable en la demanda por viajes aéreos. Además, otras de las consecuencias directas que la pandemia tuvo sobre la industria y sobre la firma es la disminución en el personal disponible para cumplir con todos sus itinerarios debido a los contagios, haciendo aún más difícil continuar con su actividad normal.

Como respuesta American Airlines tomó diferentes decisiones en función a su plan de acción. Como principal medida, priorizó reducir costos mediante cambios estructurales, comenzó a ofrecer planes de retiros voluntarios y jubilaciones anticipadas, como una manera de reducir el gasto remunerativo. Se retiraron anticipadamente algunas aeronaves como ser los Boeing 757, Boeing 767, Airbus A330-200, Airbus A330-300 y Embraer 190, así como algunos aviones regionales, incluidos todos los Embraer 140 y Bombardier CRJ200, buscando mayor eficiencia en la operatoria y reduciendo de esta manera gastos de mantenimiento. El presupuesto para los gastos en instalaciones y remodelaciones aeroportuarias, entre otros, también se acortó.

En lo que respecta a las disponibilidades de la firma, recibió asistencia financiera del tesoro en 3 oportunidades desde el año 2020, siendo las mismas de 6.000, 3500 y 3.300 millones de dólares respectivamente. En resumen, el impacto real de la pandemia sobre la firma dependerá de cómo evolucione cada uno de los puntos mencionados más arriba, como así también otros factores desconocidos, que se encuentran fuera del alcance de la misma, incluyendo desde la eficacia de las vacunas contra el covid-19, el ritmo de vacunación, la responsabilidad de cada uno de los individuos en colaborar desde donde corresponda cumpliendo con las medidas que le son impuestas para minimizar las posibilidades de nuevas olas de contagio, la responsabilidad de los gobiernos de seguir tomando las medidas necesarias e implementando controles para que esto no suceda y cualquier otro factor externo como ser el precio del combustible, la rapidez con la que se vuelva a la normalidad en industrias relacionadas como por ejemplo la de mantenimiento y construcción de aeronaves, entre los más destacados.

Según los pronósticos del informe se espera que para 2042, la flota mundial se haya incrementado de manera sustancial, a tal punto que se esperan aproximadamente 42.500 nuevas aeronaves, lo que conlleva también la búsqueda de actualizar las aeronaves a medida que las mismas van quedando obsoletas. En los próximos 10 años, más de la mitad de la flota de aviones que se encontraban en servicio antes del estallido de la pandemia en 2019 habrá sido completamente reemplazada por nuevos modelos, buscando mejoras en las comodidades, eficiencia y sustentabilidad, teniendo en cuenta que a medida de que pasa el tiempo, gracias a

¹⁴ “10-K (anual reports)”: Informe que las empresas públicas presentan ante la SEC. En el mismo se incluyen historial de la empresa, estados financieros, descripción de productos y servicios, entre otros datos relevantes para su análisis.

¹⁵ “SEC”: U.S Security and Exchange Commission.

los avances e investigaciones, se trabaja en la construcción de aeronaves más eficientes, las cuales requieren cada vez menor cantidad de combustible para recorrer las rutas, buscando disminuir al mínimo los costos de operación y a su vez son menos propensas a sufrir desgaste o requerir reparaciones. Además, se invertirán más de 200 millones de dólares en el entrenamiento y formación de nuevos profesionales en búsqueda de suplantar al personal retirado y acompañar el crecimiento de la industria.

La pandemia también reforzó lo importante que es el transporte aéreo de cargas para el comercio mundial. El 35% del valor del comercio mundial es transportado utilizando este medio. Los estudios realizados arrojan como resultado que el transporte de carga aumentará en promedio un 3,7% durante los próximos 20 años, adquiriendo aún más relevancia que la que posee hoy. Esto se puede ver explicado por el creciente aumento en todo lo relacionado con el comercio electrónico y la evolución en la cadena de suministro. Otro aspecto fundamental que contribuyó con el desarrollo del sector es la disminución en la diferencia de precios en comparación con otros medios de transporte como ser el marítimo o el terrestre, con la ventaja de la rapidez y el alcance del transporte aéreo.

Teniendo en cuenta lo mencionado, se proyectan los fondos a un horizonte de 5 años, para luego utilizando el modelo de flujos descontados poder estimar el valor de la compañía.

c.1) Ingresos Operativos:

En el caso particular de American Airlines, históricamente el rubro de ingresos operativos estuvo compuesto por tres grandes subrubros: “Ingresos por pasajeros”, “Ingresos por transporte de carga” y “Otros Ingresos”, donde se incluyen todos los demás ingresos provenientes de su actividad principal que no se encuentren incluidos en las tarifas abonadas por boletos, como ser cambio de boletos, pagos por exceso de equipaje o cualquier otro tipo de servicio adicional al incluido como parte del paquete.

c.1.1) Ingresos por pasajeros

La principal fuente generadora de ingresos de la firma está representada por la venta de boletos adquiridos por los diferentes tipos de pasajeros que eligen viajar junto a la firma. Según lo informado por el Banco Mundial, tal como se puede apreciar en la tabla a continuación, el total de pasajeros transportados alrededor de todo el mundo ha tenido un crecimiento significativo durante los últimos años, promediando un crecimiento del 6,03% anual entre 2015 y 2019. Con la llegada de la pandemia y todo lo que la misma trajo consigo, el nivel de actividad cayó bruscamente y con esto también lo hizo la demanda por viajes y el transporte de personas. En 2020 se trasladaron solamente 1.77 mil millones de personas, en comparación con los 4.46 mil millones del 2019. Esto representa una disminución del 60,31% entre 2019 y 2020. Durante el 2021, la reactivación de la actividad condujo a un aumento en la cantidad de pasajeros transportados cercano al 30% en relación con 2020, crecimiento que continuó durante este 2022, pero que aun no igualó los niveles observados durante los años anteriores a la pandemia.

Transporte de pasajeros (mil millones)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Mundo	3,53	3,76	4,03	4,29	4,46	1,77	2,28	3,35
Variación %		6,52%	7,18%	6,45%	3,96%	-60,31%	28,81%	47,00%

Tabla 19 – Transporte de pasajeros a nivel mundial 2015-2022 – Industria aeronáutica

(Fuente: Banco Mundial. Elaboración propia)

A la hora de realizar este análisis, además de analizar la evolución del transporte de personas a nivel mundial, es importante tener en cuenta lo sucedido en los Estados Unidos y en China, las dos grandes potencias mundiales que, juntas, representan un gran porcentaje del transporte mundial de pasajeros.

En el caso de los Estados Unidos, país donde American Airlines posee la mayor parte de su operatoria, el transporte de pasajeros creció en promedio un 3,80% anualmente entre 2015 y 2019. Por el lado de China, dicho crecimiento promedió el 10,91% anual en el mismo periodo. Otra muestra de la expansión que tuvo la industria en los últimos años, más precisamente en la última década. En ambos casos, durante el 2020 se sufrieron bruscas caídas en la demanda por viajes, llevando a disminuir el transporte en un 60,13% en el caso de los Estados Unidos y un 36,74% en China. Tal como se dio en el grueso de la industria, durante los últimos dos años se vio una marcada recuperación en la cantidad de pasajeros transportados, la cual continuó durante el pasado 2022. Podemos observar lo comentado en la siguiente tabla:

Transporte de pasajeros	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Estados Unidos	798.222.000	824.039.000	849.403.000	889.024.000	926.737.000	369.501.000	666.153.000
Variación %		3,23%	3,08%	4,66%	4,24%	-60,13%	80,28%
China	436.183.969	487.960.477	551.234.509	611.439.830	659.629.070	417.255.845	440.301.216
Variación %		11,87%	12,97%	10,92%	7,88%	-36,74%	5,52%

Tabla 20 – Transporte de pasajeros en Estados Unidos y China 2015-2022 – Industria aeronáutica

(Fuente: Banco Mundial)

De la mano con lo que fue el crecimiento del transporte mundial, centrando nuestra atención en American Airlines, los ingresos provenientes de esta fuente tendieron a incrementarse año a año. En promedio, entre los años 2008 y 2019 antes de la llegada de la pandemia, el incremento en los ingresos operativos de la compañía promedió aproximadamente un 7,1%.

Durante el año 2020, los ingresos por pasajeros cayeron un 65,44%, ubicándose en niveles de 14.518 millones de dólares estadounidenses. En los últimos dos años y como consecuencia de la reactivación de la mayor parte de las actividades a nivel mundial, y con esto el aumento en la demanda por viajes, los ingresos por pasajeros se vieron incrementados en un 79,52% durante 2021 y 71% durante 2022.

En la siguiente tabla podemos observar la evolución del transporte de pasajeros de American Airlines durante los últimos años:

Año	Ingresos Operativos (USD millones)	Variación %
2008	\$ 23.766	4%
2009	\$ 19.917	-16%
2010	\$ 22.170	11%
2011	\$ 23.979	8%
2012	\$ 24.855	4%
2013	\$ 26.712	7%
2014	\$ 42.650	60%
2015	\$ 40.990	-4%
2016	\$ 40.142	-2%
2017	\$ 42.622	6%
2018	\$ 44.541	5%
2019	\$ 45.768	3%
Variación promedio		7,1%

Tabla 21 – Ingresos operativos American Airlines 2008-2019

(Fuente: elaboración propia según estados financieros publicados)

Para enriquecer el análisis, se adjunta a continuación una tabla resumen de la evolución de la distribución por región del transporte de pasajeros de American en los últimos años y otra que nos permite analizar en detalle los ingresos por viajes de pasajeros y aquellos provenientes de los programas de fidelidad de la compañía (Loyalty Revenue – travel¹⁶):

Transporte de pasajeros por región (USD millones)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Doméstico	\$ 28.749	\$ 29.573	\$ 30.881	\$ 11.765	\$ 21.453	\$ 32.911
América Latina	\$ 4.840	\$ 5.125	\$ 5.047	\$ 1.852	\$ 3.506	\$ 6.150
Atlántico	\$ 4.028	\$ 4.376	\$ 4.624	\$ 654	\$ 965	\$ 5.070
Pacífico	\$ 1.514	\$ 1.602	\$ 1.458	\$ 247	\$ 139	\$ 437
Total	\$ 39.131	\$ 40.676	\$ 42.010	\$ 14.518	\$ 26.063	\$ 44.568

Tabla 22 – Ingresos por transporte de pasajeros por región geográfica 2017-2022

(Fuente: elaboración propia según estados financieros publicados)

Ingresos por transporte de pasajeros (USD millones)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Viajes de pasajeros	\$ 36.152	\$ 37.457	\$ 38.831	\$ 13.456	\$ 23.896	\$ 41.425
Ingresos por fidelidad (Loyalty revenue - travel)	\$ 2.979	\$ 3.219	\$ 3.179	\$ 1.062	\$ 2.167	\$ 3.143
Total	\$ 39.131	\$ 40.676	\$ 42.010	\$ 14.518	\$ 26.063	\$ 44.568

Tabla 23 – Ingresos por programa "Loyalty revenue" 2017-2022

(Fuente: elaboración propia según estados financieros publicados)

El programa "Loyalty Revenue" consiste principalmente en otorgar créditos de millas a los pasajeros que vuelan con American o que eligen alguna de las otras aerolíneas asociadas que componen la alianza "One World", utilizan además servicios del programa como el uso de las tarjetas de crédito asociadas, alquiler de hoteles o coches dentro de las opciones del programa.

¹⁶ "Loyalty revenue – travel": programa de beneficios otorgado por la empresa a pasajeros frecuentes.

Métricas

RPM

De acuerdo con esta métrica American Airlines es considerada como una de las aerolíneas más grandes del mundo. La compañía reportó, al igual que el grueso de las aerolíneas estadounidenses incluyendo los comparables seleccionados a efectos de este trabajo, un notable crecimiento en la última década. Sin embargo, no fue la excepción y al igual que toda la industria durante el 2020 su RPM se redujo en casi un 62% en comparación con el año 2019, significando esto una de las caídas más grandes en toda su historia.

Podemos observar el impacto reflejado en las estadísticas de sus principales competidores, quienes también vieron una caída de entre el 60% y 70% entre 2019 y 2020 como consecuencia de la suspensión de actividades en la mayoría de los ámbitos. Durante el 2021 y 2022, la recuperación fue clara. En el caso de American, culminó el 2021 con un RPM 76% mayor al año anterior, y durante este 2022 la recuperación continuo, incrementándose un 33% más. Algo similar sucedió en el caso de sus principales competidores, quienes también vieron signos de recuperación en estos últimos dos años.

Podemos observar lo comentado en la siguiente tabla:

RPM (millones)				
Año	American Airlines	Delta Airlines	United Airlines	Southwest Airlines
2012	209,94	192,97	196,16	102,87
2013	215,54	194,98	199,59	104,35
2014	217,87	202,95	205,55	108,04
2015	223,01	209,63	208,61	117,50
2016	223,48	213,09	210,31	124,80
2017	226,35	217,71	216,26	129,04
2018	231,16	225,24	230,15	133,32
2019	241,25	237,68	239,36	131,35
2020	91,83	73,41	73,88	54,22
2021	161,54	134,69	128,97	103,56
2022	215,62	195,48	154,76	123,84

Tabla 24 – RPM American Airlines y principales competidores 2012-2022

(Fuente: Statista. Elaboración propia)

Factor de ocupación

Si analizamos el factor de ocupación de American, este también disminuyó durante el 2020. El mismo fue de casi el 85% en promedio durante 2019, pero como consecuencia de la caída en la actividad y de las diversas medidas adoptadas por la aerolínea, algunas obligadas como ser la

suspensión de numerosas rutas, el aumento de los asientos vacíos entre pasajeros, durante el 2020 este indicador apenas superó el 64%. Como sucedió con el RPM y otros indicadores, gracias a la reactivación de la actividad, durante 2021 el factor de ocupación promedió el 75%, mientras que en los últimos 12 meses los niveles se aproximaron a 84%, nivel que se encuentra en línea con el promedio de la industria, muy cercano a los niveles prepandemia, los cuales se espera alcanzar durante los próximos meses.

Al igual que lo observado con respecto al RPM, los principales competidores de American también sufrieron una notable disminución en su factor de ocupación tras el impacto de la pandemia, pasando de niveles cercanos al 85% durante 2019, a promediar niveles menores al 60% en 2020. Otra de las muestras de que toda la industria padeció el impacto de la pandemia. Durante los últimos dos años United Airlines, Southwest Airlines y Delta Airlines, también lograron recuperar su nivel de actividad y con esto su factor de ocupación se ubicó en algunos de los casos ya en los niveles del 2019.

Podemos observar lo comentado en la siguiente tabla y gráfico:

Factor de Ocupación					
Año	American Airlines	Delta Airlines	United Airlines	Southwest Airlines	Promedio
2012	82,4%	82,1%	82,9%	80,3%	81,9%
2013	82,9%	83,8%	83,8%	80,1%	82,7%
2014	82,0%	84,7%	83,6%	82,5%	83,2%
2015	83,0%	84,9%	83,4%	83,6%	83,7%
2016	81,7%	84,6%	82,9%	84,0%	83,3%
2017	81,9%	85,6%	82,4%	83,9%	83,5%
2018	82,0%	85,5%	83,6%	83,4%	83,6%
2019	84,6%	86,3%	84,0%	83,5%	84,6%
2020	64,1%	55,0%	60,2%	52,4%	57,9%
2021	75,3%	69,0%	72,2%	78,5%	73,8%
2022	83,9%	84,0%	87,3%	83,4%	84,7%

Tabla 25 – Factor de ocupación American Airlines y principales competidores 2012-2022
(Fuente: Statista. Elaboración propia)

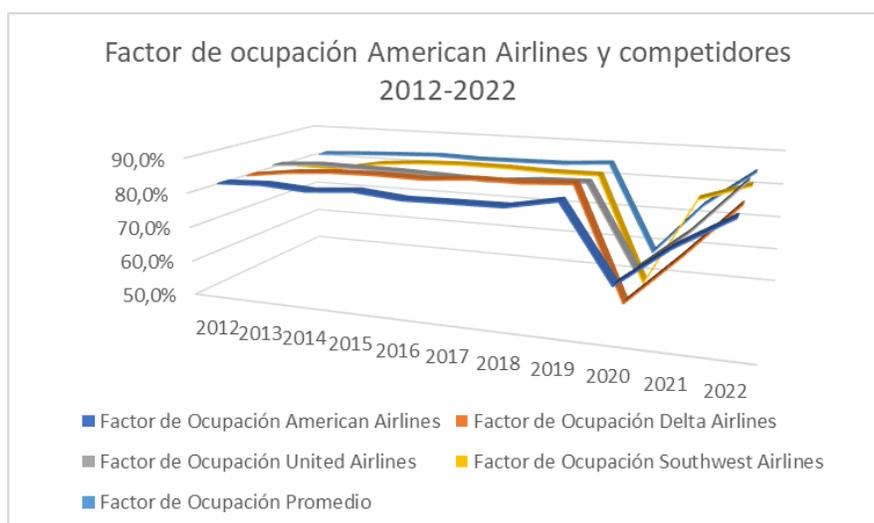


Gráfico 7 – Factor de ocupación American Airlines y principales competidores 2012-2022

(Fuente: Statista. Elaboración propia)

De acuerdo con lo informado por la IATA¹⁷ y por el Banco Mundial en sus análisis y estimaciones sobre la evolución del número de pasajeros transportados, el cual se analiza bajo el indicador “IS.AIR.PSGR”¹⁸ y por “U.S Bureau of Transportation Statistics”¹⁹ en cuanto a la evolución del factor de ocupación en la industria, se estima que la cantidad de pasajeros transportados y el factor de ocupación volverán a niveles prepandemia (2019) alrededor de los años 2023/2024.

Con respecto al total de ingresos por transporte de pasajeros de la compañía, desde el 2008 y hasta la llegada de la pandemia, los mismos incrementaron en promedio un 7,1% anual, en línea con lo informado por el Banco Mundial en relación al transporte de pasajeros a nivel mundial durante los últimos años. Tomando esto como base se proyectaron los ingresos por pasajeros para los próximos años, lo cual se encuentra en línea con las estimaciones de la IATA y el Banco Mundial con respecto a la evolución de la cantidad de pasajeros a ser transportados durante los próximos años y a las expectativas expresadas por Boeing y la Oficina de Estadísticas de Transporte de los Estados Unidos de que el crecimiento del sector se prolongue en el tiempo y el factor de ocupación vuelva a niveles prepandemia alrededor de 2024. (Anexo IV)

c.1.2) Ingresos por transporte de carga

En resumidas cuentas, el transporte de carga hace referencia al traslado de diferentes tipos de materiales, insumos y mercaderías de un lugar a otra vía aérea, la forma más ágil y rápida para el transporte de este tipo de productos. El Banco mundial analiza este rubro mediante el

¹⁷ “IATA”: International Air Transport Association.

¹⁸ “IS.AIR.PSGR”: //datos.bancomundial.org/indicador/ IS.AIR.PSGR

¹⁹ “U. S Bureau of Transportation Statistics”: www.bts.gov

indicador “IS.AIR.GOOD.MT.K1”²⁰ teniendo en cuenta los millones de toneladas transportados por kilómetro.

Al igual que el transporte de pasajeros, debido al crecimiento en la actividad mundial y a los nuevos acuerdos comerciales que surgen día a día entre países o empresas separadas por miles de kilómetros unas de otras, este sector de la industria también tuvo un gran crecimiento en los últimos años. En el período comprendido entre el año 2015 y 2019, el crecimiento anual promedio fue de aproximadamente 4,30%. Con el estallido de la pandemia este sector no fue la excepción y, al igual que la mayoría de las actividades relacionadas con la industria aeronáutica, sufrió un duro impacto. Con el fin de evitar la propagación del virus, disminuyeron los intercambios entre países y empresas, disminuyendo de esta manera considerablemente la cantidad de toneladas transportadas alrededor del mundo. En comparación con 2019 donde se transportaron más de 220.000 millones de toneladas por kilómetro, en 2020 este número apenas superó los 180.000 millones de toneladas por kilómetro, lo que representa una caída de 18,49% en las toneladas totales transportadas. Durante estos últimos dos años, se pudo ver una notable recuperación del sector, siendo este de vital importancia para la reactivación de las actividades de muchas otras industrias que habían sufrido retrasos en sus calendarios de entregas debido a las dificultades en el transporte de los insumos.

Transporte de carga (millones de toneladas - km)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Mundo	187.769	194.898	212.867	221.166	221.496	180.531	219.227
Variación %		3,80%	9,22%	3,90%	0,15%	-18,49%	21,43%

Tabla 26 – Transporte de carga a nivel mundial 2015-2022 – Industria aeronáutica

(Fuente: Banco Mundial. Elaboración propia)

Debido a la posición que ocupan dentro de la economía mundial, Estados Unidos y China son los países donde se concentra la mayor cantidad del transporte de carga mundial. Para ser más precisos, solo estos dos países abarcan poco más del 30% del mismo. Es por esto que resulta indispensable tener en cuenta la evolución del sector en estos países durante los últimos años.

Transporte de carga (millones de toneladas - km)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Estados Unidos	37.866	38.658	41.592	42.985	42.498	40.793	46.005
Variación %		2,09%	7,59%	3,35%	-1,13%	-4,01%	12,78%
China	19.806	21.305	23.324	25.256	25.395	19.264	20.961
Variación %		7,57%	9,48%	8,28%	0,55%	-24,14%	8,81%

Tabla 27 – Transporte de carga en Estados Unidos y China 2015-2022 – Industria aeronáutica

(Fuente: Banco Mundial. Elaboración propia)

En el caso particular de la firma, si analizamos los ingresos por transporte de cargas informados en sus estados financieros, el mismo tuvo un marcado crecimiento desde 2015 hasta el día de hoy. Cabe destacar la importante recuperación que tuvo el sector durante los pasados 2021 y 2022 luego de la caída entre los años 2019 y 2020, gracias a la reactivación del comercio los ingresos por transporte de carga aumentaron más del 70% en 2021 con una leve disminución en 2022, llegando los mismos a niveles mayores que los observados en años anteriores a la pandemia, y que puede verse explicada por el intento de recuperar el nivel de actividad, para el

²⁰ “IS.AIR.GOOD.MT.K1”: //datos.bancomundial.org/indicador/ IS.AIR.GOOD.MT.K1

que fue necesario un esfuerzo extraordinario para transportar materiales e insumos necesarios para que las diferentes industrias puedan realizar sus actividades, las cuales habían sido interrumpidas.

En la siguiente tabla podemos observar la evolución del transporte de carga de American Airlines durante estos últimos años:

Ingresos Operativos (USD millones)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ingresos por transporte de carga	\$ 760	\$ 785	\$ 890	\$ 1.013	\$ 863	\$ 769	\$ 1.314	\$ 1.233
Variación %		3,29%	13,38%	13,82%	-14,81%	-10,89%	70,87%	-6,16%

Tabla 28 – Ingresos por transporte de carga American Airlines 2015-2022

(Fuente: elaboración propia según estados financieros publicados)

Podemos ver en este punto otra clara muestra de lo que está siendo la recuperación de la actividad mundial, lo que tuvo como consecuencia un aumento significativo en la demanda por transporte de cargas e insumos necesarios para la reactivación de las actividades, muchas de las cuales se encontraron suspendidas durante largos meses a raíz de la pandemia.

Luego de analizar los estados financieros de los últimos años se puede concluir que los mismos representan en promedio aproximadamente el 3,1% de los ingresos por pasajeros. Acompañado por lo que está siendo la reactivación económica a nivel mundial se estimó que los mismos serán del 3% sobre el total de los ingresos por pasajeros para los años de proyección.

c.1.3) Otros Ingresos Operativos

El último subrubro que completa el conjunto de ingresos operativos es el denominado “Otros Ingresos Operativos”. En esta categoría se agrupan todos aquellos ingresos adicionales, que no provienen del principal servicio ofrecido por la firma.

Los principales componentes de este subrubro son las ventas de servicios adicionales a los boletos adquiridos por los viajeros. Entre estos podemos destacar los ingresos por marketing relacionados con las ventas de millas a socios de tarjeta de créditos.

Desde 2015 hasta la fecha, los mismos han fluctuado repetidamente entre aumentos y disminuciones. Durante 2021 los mismos aumentaron en 455 millones de dólares en relación con el cierre del 2020 lo que representa un incremento del 22,20%, el cual se extendió durante este último año, incrementándose los mismos hasta niveles de 3.170 millones de dólares (26,55% mayor que en 2021).

En la siguiente tabla podemos ver las tasas de crecimiento de los otros ingresos operativos de American Airlines:

Ingresos Operativos (USD millones)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Otros ingresos operativos	\$ 4.718	\$ 2.312	\$ 2.601	\$ 2.852	\$ 2.895	\$ 2.050	\$ 2.505	\$ 3.170
Variación %		-51,00%	12,50%	9,65%	1,51%	-29,19%	22,20%	26,55%

Tabla 29 – Otros ingresos operativos American Airlines 2015-2022

(Fuente: elaboración propia según estados financieros publicados)

En línea con su objetivo de satisfacer a sus clientes y mejorar día a día sus servicios, a medida que surgen nuevas tecnologías, la aerolínea busca adaptarse realizando las inversiones en nuevas aeronaves, con nuevos diseños, remodelación de su infraestructura, desarrollo de aplicaciones móviles para una mayor comodidad y experiencia del viajero.

Considerando que históricamente los mismos equivalen a aproximadamente entre el 8% y el 10% de los "Ingresos por pasajeros" y, que la firma seguirá innovando en búsqueda de la fidelización de clientes, ofreciendo cada vez mayor diversidad de servicios para mejorar la experiencia de los que la eligen, se consideró que los mismos serán del 10% sobre los ingresos por pasajeros para los años de proyección.

c.2) Costos Operativos

Los principales componentes de la estructura de costos de la firma están representados por:

en primer lugar, los salarios y beneficios otorgados por la firma a sus empleados. Desde 2015 representan en promedio el 40% del total de costos operativos de la compañía. Los siguen los gastos en combustible, siendo estos los dos principales componentes de su estructura de costos. Formando parte de esta, pero con menor participación podemos destacar a los gastos regionales, otros alquileres y tasas de aterrizaje, alquileres de aviones, costos de ventas y costos de mantenimiento, materiales y reparaciones tanto de sus aeronaves como de las demás instalaciones.

A continuación, se presenta el detalle de la evolución de los costos de operación del período 2015-2022, respetando la clasificación utilizada por la compañía:

Costos Operativos (USD millones)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Combustible e Impuestos relacionados	\$ 6.226	\$ 5.071	\$ 6.128	\$ 8.053	\$ 9.395	\$ 3.402	\$ 6.792	\$ 13.791
Salarios y beneficios	\$ 9.448	\$ 10.865	\$ 11.864	\$ 12.251	\$ 12.895	\$ 11.229	\$ 11.817	\$ 12.972
Gastos regionales	\$ 5.626	\$ 5.649	\$ 6.208	\$ 6.755	\$ 3.985	\$ 2.962	\$ 3.204	\$ 4.385
Mantenimiento, materiales y reparaciones	\$ 1.889	\$ 1.834	\$ 1.959	\$ 2.050	\$ 2.381	\$ 1.585	\$ 1.979	\$ 2.684
Otros alquileres y tasas	\$ 1.731	\$ 1.772	\$ 1.806	\$ 1.900	\$ 2.672	\$ 2.004	\$ 2.619	\$ 2.730
Alquiler de aeronaves y motores	\$ 1.250	\$ 1.203	\$ 1.197	\$ 1.264	\$ 1.326	\$ 1.341	\$ 1.425	\$ 1.395
Total Costos Operativos	\$ 26.574	\$ 26.800	\$ 29.430	\$ 32.337	\$ 32.465	\$ 22.832	\$ 27.948	\$ 37.528

Tabla 30 – Detalle de costos operativos American Airlines 2015-2022

(Fuente: elaboración propia según estados financieros publicados)

c.2.1) Combustible e impuestos relacionados

Al 31 de diciembre de 2022 American Airlines no cuenta con ningún tipo de contrato de cobertura contra variaciones en el precio del combustible, utilizado como principal fuente de energía para llevar a cabo sus operaciones diarias. Impulsado por los resultados obtenidos en años anteriores, donde la empresa en ocasiones si optó por constituir contratos de hedging con instrumentos financieros, desde hace algunos años los encargados de este sector llegaron a la conclusión de que no se cubrirán de esta forma ante las posibles fluctuaciones en el precio del combustible, entendiendo que representa un gasto significativo para American Airlines, y que de acuerdo con las experiencias pasadas, no se lograron resultados que justifiquen repetir dicha estrategia.

Durante el pasado 2022, el gasto en combustible de la compañía aeronáutica fue de aproximadamente 13.800 millones de dólares, casi el doble de lo consumido durante 2021 y 300% mayor al total consumido en 2020. Este aumento puede explicarse por el incremento del consumo de combustible en este último año, como así también por un aumento del 74% en el precio promedio del galón del derivado del petróleo.

El mayor aumento en la demanda de viajes se dio en el plano doméstico incentivado por una más pronta reactivación económica del sector, llevando a las aerolíneas, entre las cuales se destaca, a tomar medidas como ser añadir paradas en sus vuelos por los retrasos y dificultades en la entrega de combustible provocado por el aumento en la demanda.

De acuerdo con la información publicada por "U.S Bureau of Transportation Statistics" en este último año, el precio del galón para American Airlines llegó a los 3,34 dólares, si tenemos en cuenta el servicio doméstico, lo que representa un importante incremento con relación a los 1,90 dólares que se promediaron durante el 2021 para la misma cantidad de combustible. Para el servicio internacional, el precio por galón de combustible paso de promediar 1,92 dólares en 2021 a 3,44 en 2022, otro considerable aumento en relación con lo que veníamos viendo años anteriores con precios más estables.

Servicio Doméstico	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Precio promedio combustible (USD/gal)	\$ 1,58	\$ 2,07	\$ 1,92	\$ 1,35	\$ 1,90	\$ 3,34
Variación %		31,01%	-7,25%	-29,69%	40,74%	75,79%

Tabla 31: Evolución del precio del combustible - Servicio doméstico 2017-2022

(Fuente: Bureau of Transportations Statistics)

Servicio Internacional	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Precio promedio combustible (USD/gal)	\$ 1,66	\$ 2,16	\$ 1,98	\$ 1,44	\$ 1,92	\$ 3,44
Variación %		30,12%	-8,33%	-27,27%	33,33%	79,17%

Tabla 32: Evolución del precio del combustible - Servicio Internacional 2017-2022

(Fuente: Bureau of Transportation Statistics)

Si consideramos el total de combustible utilizado por American en estos últimos años, la evolución de este se puede ver plasmada en la siguiente tabla:

Servicio total	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Precio promedio combustible (USD/gal)	\$ 1,61	\$ 2,10	\$ 1,95	\$ 1,37	\$ 1,91	\$ 3,37
Variación %		30,43%	-7,14%	-29,74%	39,42%	76,44%

Tabla 33: Evolución del precio del combustible – Servicio Total 2017-2022

(Fuente: Bureau of Transportation Statistics)

c.2.2) Salarios y beneficios

Año tras año debido al crecimiento en la demanda por vuelos, tanto en el plano doméstico como en el internacional, la empresa se ve obligada también a adecuar su personal disponible para poder cumplir con los servicios comprometidos con sus clientes. Teniendo en cuenta a todo el personal de la compañía, desde pilotos calificados, personal de cabina, hasta el personal administrativo, técnicos para la reparación y mantenimiento de aeronaves, etc., en general, la mano de obra full time de American Airlines creció en promedio aproximadamente un 8% año tras año desde 2015 hasta la llegada de la pandemia.

Como ya lo mencionamos anteriormente, durante el 2020 estos gastos se redujeron en aproximadamente un 13% por la disminución en la demanda por vuelos, viéndose la compañía obligada a recortar su nómina de empleados activos. Pasó de 133.700 empleados a fines de 2019, a 102.700 a fines del pasado 2020, lo que significó una reducción del 23% en el personal empleado. A la fecha, la cantidad de empleados se incrementó un 16% en relación con los que terminaron empleados el 2020, totalizando 129.700 empleados.

A continuación, podemos observar en la tabla un resumen más detallado de lo comentado:

Costos Operativos	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Salarios y beneficios (USD millones)	\$ 9.448	\$ 10.865	\$ 11.864	\$ 12.251	\$ 12.895	\$ 11.229	\$ 11.817	\$ 12.972
Variación %		15,00%	9,19%	3,26%	5,26%	-12,92%	5,24%	9,77%

Tabla 34: Salarios y beneficios otorgados 2015-2022

(Fuente: elaboración propia según estados financieros publicados)

c.2.3) Gastos regionales

Además de los dos principales costos operativos, existen también otros gastos en los que incurre American Airlines para estar en condiciones de brindar el servicio requerido por sus clientes. Este subrubro está principalmente compuesto por aquellos costos incurridos por la aerolínea regional American Eagle, propiedad de American Airlines.

Analizando su evolución se puede observar que representaron en promedio aproximadamente el 15% sobre los ingresos operativos de la empresa, con excepción de lo ocurrido en 2020 donde el rubro llegó a representar el 17% de los ingresos operativos como consecuencia de la baja en la actividad y del incremento en el porcentaje de participación del plano doméstico sobre la actividad total de la compañía. En 2021 y 2022 los gastos regionales totalizaron 3.204 y 4.385 millones de dólares respectivamente, representando un 11% y 9% sobre los ingresos operativos, clara muestra de la reactivación de las actividades en el grueso de los sectores.

c.2.4) Mantenimiento, materiales y reparaciones

Dentro de este rubro se encuadran todas aquellas tareas necesarias para poner a las aeronaves en óptimas condiciones para volar. A medida que pasan los años, los estudios sobre el rendimiento de las aeronaves se vuelven cada vez más sofisticados, brindando cada vez información más precisa, la cual luego es utilizada por los encargados de tomar las decisiones buscando mejorar la eficiencia y los resultados de la compañía.

También es cierto que, con el pasar de los años, las aeronaves se vuelven más propensas a necesitar algún tipo de reparación o pruebas de control y mantenimiento, debido al desgaste por su normal utilización en la operatoria de la aerolínea. Es por esto que es un rubro que no sufre variaciones bruscas año a año. Desde 2015 el mismo representó en promedio entre el 5% y 6% de valor de los ingresos operativos. Solo en 2020 se acercó a niveles de 9% como consecuencia de la disminución en los ingresos, porcentaje que ya se normalizó este 2022 aproximándose al 5%.

c.2.5) Otros alquileres y tasas

Dentro de este rubro se destacan por ejemplo las tarifas de aterrizaje. Cada vez que un avión aterriza en un aeropuerto, la aerolínea debe pagar una tarifa por la utilización del aeropuerto. Las mismas pueden variar dependiendo del país, la zona, el aeropuerto, la oferta y la demanda del momento, aumentando las mismas en el caso de aeropuertos congestionados, el peso o la cantidad de asientos de la aeronave, horario, etc.

Muchas veces el pago de las tarifas por aterrizaje por parte de las aerolíneas también incluye la utilización de puertas e instalaciones. En otros casos, se puede cobrar una tarifa adicional por estos servicios. Otro factor por considerar a la hora de analizar este punto son los subsidios. Existen aeropuertos que reciben subsidios y otros que no, aquí radica otra diferencia sustancial en el total a desembolsar por las aerolíneas.

c.2.6) Alquiler de aeronaves y motores

Además de su propia flota y demás maquinaria adquirida a lo largo de los años, la compañía también cuenta con contratos de alquiler tanto de aeronaves como de otros equipos necesarios para su operatoria. Esto se da principalmente debido a la demanda que la compañía posee supera la capacidad de la misma si consideramos solo las aeronaves propias disponibles.

Teniendo en cuenta que la empresa cuenta con planes de adquisición de nuevas aeronaves como parte de su plan de expansión y de renovación de flota, es importante recordar que las entregas de estas son espaciadas en el tiempo, por lo que suelen surgir necesidades de capacidad para hacer frente a la demanda. Además de los diversos acuerdos con compañías subsidiarias que la misma posee, la compañía también tiene la opción de alquilar aeronaves.

Actualmente, los acuerdos de alquiler de aeronaves de la compañía con terceros tienen fecha de vencimiento entre 2023 y 2033, teniendo la posibilidad, en caso de ser necesario, de prorrogar dichos plazos. Como toda proyección, son estimaciones de los posibles costos que

podría tener la firma basadas en las posibles necesidades, por lo que los costos reales podrían diferir de estos en caso de variar algún otro factor que tenga influencia sobre la actividad.

A continuación, podemos observar el detalle de los acuerdos existentes al 31 de diciembre de 2022:

Alquiler de aeronaves (USD millones)	2023	2024	2025	2026	2027
	\$ 1.791	\$ 1.950	\$ 1.866	\$ 1.298	\$ 944

Tabla 35: Alquiler de aeronaves y motores 2023-2027

(Fuente: elaboración propia según estados financieros publicados)

d) Inversiones de Capital

Teniendo en consideración la dinámica de la industria, la compañía planea continuar modernizándose y actualizándose para no perder terreno con relación a sus competidores. Haciendo foco en los próximos 5 años, sus inversiones de capital estarán concentradas principalmente en acuerdos regionales de compra de capacidad, cumplir con los compromisos de compra de aeronaves y motores y otras obligaciones de compra, dentro de las cuales se pueden destacar los mantenimientos de los diferentes equipos de vuelo y la construcción de proyectos informáticos y apoyo tecnológico.

Inversiones de Capital (USD millones)	2023	2024	2025	2026	2027
Acuerdos regionales de compra de capacidad	\$ 1.791	\$ 1.950	\$ 1.866	\$ 1.558	\$ 1.133
Compromisos de compra de aeronaves y motores	\$ 1.485	\$ 2.678	\$ 3.896	\$ 3.857	\$ 1.186
Otras obligaciones de compra	\$ 5.678	\$ 3.041	\$ 1.668	\$ 277	\$ 151
Total	\$ 8.954	\$ 7.669	\$ 7.430	\$ 5.692	\$ 2.470

Tabla 36 – Inversiones de capital American Airlines 2023-2027

(Fuente: elaboración propia según información publicada por la compañía en su informe 10-K)

Al 31 de diciembre de 2022, la compañía poseía diferentes acuerdos de compras para la adquisición de aeronaves. A continuación, se expone una tabla resumen de cada uno de los modelos de aeronaves y la fecha estimada en la que serán recibidas. Cabe aclarar que estas fechas son estimativas debido a que las mismas están supeditadas a diversos factores que pueden tener incidencia como ser los retrasos que tuvieron lugar a raíz de la pandemia, problemas normativos, etc.

Aeronaves a recibir	2023	2024	2025	2026	2027	Total
Airbus						
A320neo Family	2	5	19	29	5	60
Boeing*						
737 MAX Family	17	22	28	21	-	88
787 Family	4	12	9	4	5	34
Total	23	39	56	54	10	182

Tabla 37 – Aeronaves pendientes de recepción 2023-2027

(Fuente: elaboración propia según información publicada por la compañía en su informe 10-K)

e) Amortizaciones

Para la proyección de las amortizaciones, se tuvieron en cuenta los bienes de uso propiedad de American Airlines, adicionando a estos aquellos compromisos de compra de aeronaves y equipos asumidos para los próximos años. Dentro de estos, se incluyen tanto los equipos de vuelo y las propiedades y equipos de tierra.

Analizando la amortización de los últimos 8 años, en promedio, la misma fue del 5% sobre el valor de los bienes de uso. Se asumirá idéntico porcentaje sobre el valor de los bienes de uso para proyectar las amortizaciones para los años de proyección.

f) Capital de trabajo

Cuando nos referimos al capital de trabajo de una empresa, hacemos referencia a los recursos económicos de los que dispone la misma para hacer frente a aquellos compromisos a vencer en el corto plazo.

A continuación, podemos observar cómo fue la evolución de este rubro para American Airlines desde 2015 hasta 2022, y el porcentaje que representa dicho rubro sobre el total de los ingresos operativos de la compañía:

Capital de trabajo (USD millones)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Cuentas por cobrar	\$ 1.425	\$ 1.594	\$ 1.752	\$ 1.706	\$ 1.750	\$ 1.342	\$ 1.505	\$ 2.138
Inventarios	\$ 863	\$ 1.094	\$ 1.359	\$ 1.522	\$ 1.851	\$ 1.614	\$ 1.795	\$ 2.279
Adelantos	\$ 748	\$ 639	\$ 651	\$ 495	\$ 621	\$ 666	\$ 615	\$ 892
Total Activo Corriente	\$ 3.036	\$ 3.327	\$ 3.762	\$ 3.723	\$ 4.222	\$ 3.622	\$ 3.915	\$ 5.309
Cuentas por pagar	\$ 1.563	\$ 1.592	\$ 1.688	\$ 1.773	\$ 2.062	\$ 1.196	\$ 1.772	\$ 2.149
Total Pasivo Corriente	\$ 1.563	\$ 1.592	\$ 1.688	\$ 1.773	\$ 2.062	\$ 1.196	\$ 1.772	\$ 2.149
CAPITAL DE TRABAJO	\$ 1.473	\$ 1.735	\$ 2.074	\$ 1.950	\$ 2.160	\$ 2.426	\$ 2.143	\$ 3.160
Ingresos Operativos	\$ 40.990	\$ 40.142	\$ 42.622	\$ 44.541	\$ 45.768	\$ 17.337	\$ 29.882	\$ 48.971
% sobre Ingresos Operativos	4%	4%	5%	4%	5%	14%	7%	6%

Tabla 38 – Capital de trabajo American Airlines 2015-2022

(Fuente: elaboración propia según estados financieros publicados)

En promedio en los últimos 8 años, el capital de trabajo fue de 6,19% sobre los ingresos operativos. Se asumirá un 6% sobre el total de los ingresos operativos anuales para proyectar el Capital de trabajo necesario para los años de proyección.

g) Perpetuidad

El "Valor Terminal" o también conocido como "Valor a Perpetuidad" es el valor, en este caso de la compañía, si se espera que la misma continúe en actividad más allá del periodo de proyección (2023-2027). Para el caso particular de American Airlines, consideraremos un crecimiento a perpetuidad del 3%, en base a las estimaciones del FMI para el crecimiento de la economía mundial, en su informe "World Economic Outlook".

h) Flujo de Fondos descontado

Teniendo en cuenta la incertidumbre en lo que respecta a la evolución de la economía mundial y con el objetivo de contemplar diferentes posibilidades en cuanto a la evolución de la compañía en los próximos años, se buscó sensibilizar ciertas variables, planteando de esta manera 4 escenarios. Un escenario base, un escenario optimista o positivo, un escenario pesimista o negativo y un escenario al que llamamos "Precio de mercado".

En el escenario base, se consideró que American mantendrá su cuota de mercado, recordemos que en los últimos años la misma promedió el 17% del mercado doméstico estadounidense donde posee la mayor parte de sus operaciones, sin variar mucho entre años. En base a las estimaciones expuestas anteriormente, y manteniendo los márgenes normales promedio de la compañía de los últimos años, se proyectaron los flujos para este escenario.



h.1) Escenario Base

Estado de resultados (USD millones)	2023	2024	2025	2026	2027	Valor Terminal
Ingresos Operativos	\$ 53.691	\$ 57.342	\$ 61.187	\$ 65.406	\$ 69.854	\$ 71.949
Costos Operativos	\$ -37.496	\$ -39.509	\$ -42.800	\$ -45.055	\$ -51.944	\$ -53.502
EBITDA	\$ 8.679	\$ 9.805	\$ 9.821	\$ 11.195	\$ 8.130	\$ 8.374
Amortizaciones	\$ -1.868	\$ -2.154	\$ -2.432	\$ -2.639	\$ -2.706	\$ -2.544
EBIT	\$ 6.811	\$ 7.651	\$ 7.388	\$ 8.556	\$ 5.424	\$ 5.830

Flujo de Fondos (USD millones)	2023	2024	2025	2026	2027	Valor Terminal
EBITDA	\$ 8.679	\$ 9.805	\$ 9.821	\$ 11.195	\$ 8.130	\$ 8.374
Impuesto a las Ganancias	\$ -1.430	\$ -1.607	\$ -1.552	\$ -1.797	\$ -1.139	\$ -1.224
Capex	\$ -8.954	\$ -7.669	\$ -7.430	\$ -5.692	\$ -2.470	\$ -2.544
Variación Capital de Trabajo	\$ -61	\$ -219	\$ -231	\$ -253	\$ -267	\$ -275
Flujo de Fondos	\$ -1.767	\$ 310	\$ 608	\$ 3.453	\$ 4.254	\$ 4.331
						\$ 66.629

WACC	9,50%
g (crecimiento)	3%

Años	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	4,5
Factor de descuento	0,96	0,87	0,80	0,73	0,66	0,66
Valor Presente	\$ -1.689	\$ 271	\$ 485	\$ 2.513	\$ 2.828	\$ 44.289
Valor Presente - Flujo de Fondos	\$ 1.834					
Valor Presente - Valor Terminal	\$ 44.289					
Total Valor Actual (USD millones)	\$ 46.123					
Deuda Neta (millones)	\$ 34.722					
Valor del Equity (USD millones)	\$ 11.401					
Acciones en circulación	651.430.518					
Precio por acción	\$ 17,50					

Tabla 39 – Modelo Escenario Base

(Fuente: elaboración propia según estados financieros publicados)

h.2) Escenarios alternativos

Además del escenario base se plantearon otros 3 escenarios con el fin de obtener posibles estimaciones de valor para la compañía, sensibilizando las principales variables del modelo, captando de esta manera la incertidumbre sobre el futuro de los principales elementos que lo componen.

En el escenario optimista se proyectó un escenario donde los márgenes de la empresa mejorarán para los próximos años en comparación con el escenario base. Dentro de las variables sensibilizadas a tal fin, se encuentran las ventas, donde se supuso que la empresa logrará una ventaja por sobre sus principales competidores aumentando su cuota de mercado. Para poder soportar el aumento en la demanda, las inversiones en bienes de capital, aeronaves, motores, infraestructura, entre otros, también serán mayores que en el escenario base, posibilitados por el crecimiento en los ingresos. En relación con los principales costos de la aerolínea, se supuso un escenario donde la compañía se ve beneficiada por un escenario macroeconómico favorable en cuanto a precios de combustible e insumos. El gasto en salarios es otra de las variables

sensibilizadas a efectos de reflejar la mayor necesidad de personal debido al aumento en la demanda por viajes.

Por el contrario, en el escenario pesimista se supuso que los márgenes de la compañía se achican debido a una caída en su cuota de mercado y con esto un menor incremento en sus ventas en comparación con el escenario base. Se supuso un escenario macroeconómico desfavorable, donde se da un leve aumento en los gastos en combustible y, a pesar de la disminución en la actividad, esto no llega a verse reflejado en el total gastado en salarios, generando capacidad ociosa.

Por último, el escenario "Precio de mercado" representa las expectativas del mercado teniendo en cuenta la situación macroeconómica actual. En el desarrollo de este escenario se mantuvieron similares participaciones de cada una de las principales variables sobre las ventas, como ser principales costos e inversiones, modificando los márgenes con el fin de obtener un valor para el equity y la acción de la compañía lo más cercano posible a su valor de mercado al 31 de diciembre de 2022. (Precio por acción USD 15,56).

En las siguientes tablas podemos observar los márgenes obtenidos en cada uno de los escenarios, como así también la conclusión de valor para cada uno de ellos:

ESCENARIOS	2023	2024	2025	2026	2027
Escenario base					
Margen bruto	30,2%	31,1%	30,1%	31,1%	25,6%
Margen operativo	12,7%	13,3%	12,1%	13,1%	7,8%
Escenario optimista					
Margen bruto	31,4%	31,6%	30,7%	32,2%	26,5%
Margen operativo	13,9%	13,8%	12,7%	14,7%	8,7%
Escenario pesimista					
Margen bruto	28,1%	27,5%	28,4%	29,4%	25,7%
Margen operativo	10,6%	9,7%	10,3%	11,3%	7,6%
Escenario "Precio de mercado"					
Margen bruto	29,7%	30,1%	30,0%	29,6%	25,7%
Margen operativo	12,2%	12,4%	12,0%	11,5%	7,9%

Tabla 40 – Márgenes según escenario

(Fuente: elaboración propia)

ESCENARIOS	Total Valor actual (USD millones)	Valor del Capital accionario (USD millones)	Precio por acción (USD)
Escenario base	\$ 46.123	\$ 11.401	\$ 17,50
Escenario optimista	\$ 47.182	\$ 12.460	\$ 19,13
Escenario pesimista	\$ 42.202	\$ 7.480	\$ 11,48
Escenario "Precio de mercado"	\$ 44.855	\$ 10.134	\$ 15,56

Tabla 41 – Conclusiones de valor

(Fuente: elaboración propia)

(Anexo V)

V- Valuación por múltiplos

Con el objetivo de enriquecer el análisis, complementariamente se realizó una valuación por múltiplos. El objetivo de aplicar esta metodología es estimar un rango de valores para la compañía a partir de múltiplos de compañías comparables, entre las que se destacan en este caso sus principales competidores, ya que son empresas similares, que operan en el mismo sector e industria, comparten sus principales actividades, y día a día se enfrentan a similares desafíos. Cabe mencionar que este es un método complementario al del DCF, buscando estimar un rango de posibles valores para la empresa.

Debido al tipo de actividad dentro de la industria y a las características y particularidades del negocio de las aerolíneas, para realizar la valuación vía múltiplos, se analizaron los múltiplos EV/EBITDAR y EV/Sales.

Los comparables seleccionados a tales efectos surgen de un análisis realizado sobre aerolíneas que cotizan en los mercados de Estados Unidos, Canadá y en los mercados desarrollados de Europa y Asia. Se analizaron diferentes variables en cada una de las empresas comparables incluyendo a American, con el objetivo de seleccionar entre ellas las más similares a la compañía y poder determinar de esta manera los rangos para ambos múltiplos. Entre las principales variables estudiadas podemos destacar: ventas, ROA, ROE, margen bruto, margen operativo y niveles de apalancamiento. De acuerdo con esto se seleccionó a Delta Air Lines, Inc., United Airlines Holdings, Inc. y Southwest Airlines Co. para nuestro análisis.

En la siguiente tabla, podemos observar el valor promedio del múltiplo EV/EBITDAR para los comparables seleccionados a los efectos de la valuación:

Compañías Comparables	EV (USD millones)	EBITDAR (USD millones)	EV/EBITDAR
Promedio	\$ 35.030	\$ 6.720	5,2x

Tabla 42 – EV/EBITDAR promedio 31-12-2022

(Fuente: elaboración propia según estados financieros publicados)

Analizando los resultados obtenidos por las compañías comparables, y considerando un promedio de 5,2x se tomó como rango de valor para el múltiplo de entre 5x y 6x. Además, con el objetivo de que los resultados no se vean influenciados por lo sucedido en un año particular y reflejen una realidad más representativa de la compañía, se consideró el EBITDAR promedio de los últimos 10 años anteriores a la llegada de la pandemia de American (2010-2019) el cual asciende a USD 7.629 millones. De esta manera se obtuvo un valor para el EV de entre USD 38.144 y 45.773 millones.

Para llegar al valor del capital accionario de la compañía, deducimos la deuda neta de USD 34.722 millones, obteniendo un valor para este de entre USD 3.422 y 11.051 millones lo que equivale a un valor por acción de entre USD 5,25 y 16,96.

EBITDAR (USD millones)		\$ 7.629			
EV/EBITDAR	EV (USD millones)	Capital (USD millones)	Precio por acción (USD)		
5x	\$ 38.144	\$ 3.422	\$ 5,25		
6x	\$ 45.773	\$ 11.051	\$ 16,96		

Tabla 43 – Rango EV/EBITDAR

(Fuente: elaboración propia)

A continuación, presentamos la matriz de valuación teniendo en cuenta el múltiplo EV/EBITDAR, tanto para el valor del capital accionario como para el valor por acción:

Matriz de valuación por múltiplo EV/EBITDAR (Capital accionario):

EV/EBITDAR	5x	5,25x	5,5x	5,75x	6x
EBITDAR (USD millones)	Capital Accionario				
\$ 7.000	\$ 278	\$ 2.028	\$ 3.778	\$ 5.528	\$ 7.278
\$ 7.250	\$ 1.528	\$ 3.341	\$ 5.153	\$ 6.966	\$ 8.778
\$ 7.500	\$ 2.778	\$ 4.653	\$ 6.528	\$ 8.403	\$ 10.278
\$ 7.750	\$ 4.028	\$ 5.966	\$ 7.903	\$ 9.841	\$ 11.778
\$ 8.000	\$ 5.278	\$ 7.278	\$ 9.278	\$ 11.278	\$ 13.278
\$ 8.250	\$ 6.528	\$ 8.591	\$ 10.653	\$ 12.716	\$ 14.778
\$ 8.500	\$ 7.778	\$ 9.903	\$ 12.028	\$ 14.153	\$ 16.278
\$ 8.750	\$ 9.028	\$ 11.216	\$ 13.403	\$ 15.591	\$ 17.778
\$ 9.000	\$ 10.278	\$ 12.528	\$ 14.778	\$ 17.028	\$ 19.278

Tabla 44 – Matriz de valuación por múltiplo EV/EBITDAR (Capital Accionario)

(Fuente: elaboración propia)

Matriz de valuación por múltiplo EV/EBITDAR por acción:

Cantidad de acciones	651.430.518	651.430.518	651.430.518	651.430.518	651.430.518
EBITDAR (USD millones)	Precio por acción				
\$ 7.000	\$ 0,43	\$ 3,11	\$ 5,80	\$ 8,49	\$ 11,17
\$ 7.250	\$ 2,35	\$ 5,13	\$ 7,91	\$ 10,69	\$ 13,47
\$ 7.500	\$ 4,26	\$ 7,14	\$ 10,02	\$ 12,90	\$ 15,78
\$ 7.750	\$ 6,18	\$ 9,16	\$ 12,13	\$ 15,11	\$ 18,08
\$ 8.000	\$ 8,10	\$ 11,17	\$ 14,24	\$ 17,31	\$ 20,38
\$ 8.250	\$ 10,02	\$ 13,19	\$ 16,35	\$ 19,52	\$ 22,69
\$ 8.500	\$ 11,94	\$ 15,20	\$ 18,46	\$ 21,73	\$ 24,99
\$ 8.750	\$ 13,86	\$ 17,22	\$ 20,57	\$ 23,93	\$ 27,29
\$ 9.000	\$ 15,78	\$ 19,23	\$ 22,69	\$ 26,14	\$ 29,59

Tabla 45 - Matriz de valuación por múltiplo EV/EBITDAR por acción

(Fuente: elaboración propia)

En lo que respecta al análisis correspondiente al múltiplo EV/Sales, se tuvieron en cuenta idénticos comparables que los seleccionados para el análisis precedente. El promedio considerado para el múltiplo EV/Sales fue de 0,86x. Se adoptó un rango entre 0,8x y 1x para estimar un rango de valor para American Airlines.

Compañías Comparables	EV (USD millones)	Sales (USD millones)	EV/Sales
Promedio	\$ 35.030	\$ 39.784	0,86x

Tabla 46 – EV/Sales promedio 31-12-2022

(Fuente: elaboración propia según estados financieros publicados)

Según lo expuesto en sus estados financieros, las ventas de American Airlines totalizaron 48.971 millones de dólares durante el 2022, obteniendo de esta manera un EV de entre USD 39.177 y 48.971 millones. Detrayendo la deuda neta de 34.722 millones de dólares, esto arroja un valor para el capital accionario de entre USD 4.455 y 14.249 millones, obteniendo un precio por acción de entre 6,84 y 21,87 dólares estadounidenses.

A continuación, presentamos la matriz de valuación teniendo en cuenta el múltiplo EV/Sales, tanto para el valor del Capital accionario como para el valor por acción:

Matriz de valuación por múltiplo EV/Sales (Capital Accionario):

EV/Sales	0,80x	0,85x	0,90x	0,95x	1x
Sales (USD millones)	Capital Accionario				
\$ 40.000	\$ -2.722	\$ -722	\$ 1.278	\$ 3.278	\$ 5.278
\$ 41.000	\$ -1.922	\$ 128	\$ 2.178	\$ 4.228	\$ 6.278
\$ 42.000	\$ -1.122	\$ 978	\$ 3.078	\$ 5.178	\$ 7.278
\$ 43.000	\$ -322	\$ 1.828	\$ 3.978	\$ 6.128	\$ 8.278
\$ 44.000	\$ 478	\$ 2.678	\$ 4.878	\$ 7.078	\$ 9.278
\$ 45.000	\$ 1.278	\$ 3.528	\$ 5.778	\$ 8.028	\$ 10.278
\$ 46.000	\$ 2.078	\$ 4.378	\$ 6.678	\$ 8.978	\$ 11.278
\$ 47.000	\$ 2.878	\$ 5.228	\$ 7.578	\$ 9.928	\$ 12.278
\$ 48.000	\$ 3.678	\$ 6.078	\$ 8.478	\$ 10.878	\$ 13.278
\$ 49.000	\$ 4.478	\$ 6.928	\$ 9.378	\$ 11.828	\$ 14.278
\$ 50.000	\$ 5.278	\$ 7.778	\$ 10.278	\$ 12.778	\$ 15.278

Tabla 47 - Matriz de valuación por múltiplo EV/Sales (Capital Accionario)

(Fuente: elaboración propia)

Matriz de valuación por múltiplo EV/Sales por acción:

Cantidad de acciones	651.430.518	651.430.518	651.430.518	651.430.518	651.430.518
Sales (USD millones)	Precio por acción				
\$ 40.000	\$ -4,18	\$ -1,11	\$ 1,96	\$ 5,03	\$ 8,10
\$ 41.000	\$ -2,95	\$ 0,20	\$ 3,34	\$ 6,49	\$ 9,64
\$ 42.000	\$ -1,72	\$ 1,50	\$ 4,72	\$ 7,95	\$ 11,17
\$ 43.000	\$ -0,49	\$ 2,81	\$ 6,11	\$ 9,41	\$ 12,71
\$ 44.000	\$ 0,73	\$ 4,11	\$ 7,49	\$ 10,87	\$ 14,24
\$ 45.000	\$ 1,96	\$ 5,42	\$ 8,87	\$ 12,32	\$ 15,78
\$ 46.000	\$ 3,19	\$ 6,72	\$ 10,25	\$ 13,78	\$ 17,31
\$ 47.000	\$ 4,42	\$ 8,03	\$ 11,63	\$ 15,24	\$ 18,85
\$ 48.000	\$ 5,65	\$ 9,33	\$ 13,01	\$ 16,70	\$ 20,38
\$ 49.000	\$ 6,87	\$ 10,64	\$ 14,40	\$ 18,16	\$ 21,92
\$ 50.000	\$ 8,10	\$ 11,94	\$ 15,78	\$ 19,62	\$ 23,45

Tabla 48 - Matriz de valuación por múltiplo EV/Sales por acción

(Fuente: elaboración propia)

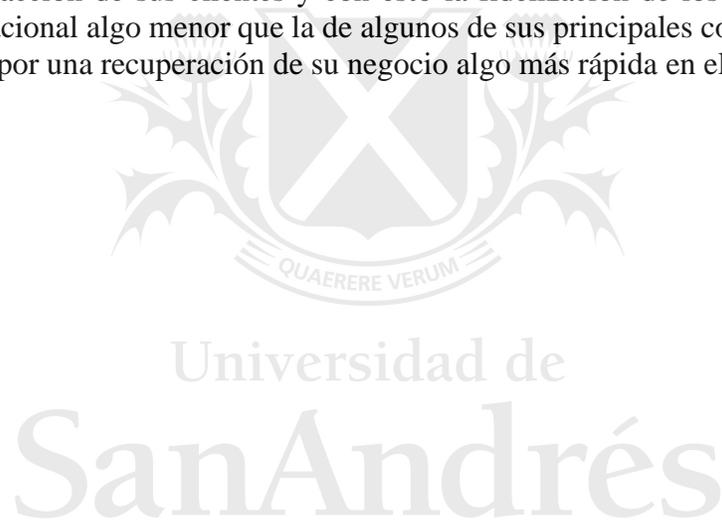


VI- Conclusión

American Airlines ocupa un lugar de privilegio dentro de la industria aeronáutica. Los resultados logrados a lo largo de su historia son una consecuencia de sus estrategias dirigidas a satisfacer al cliente como principal objetivo. Mantenerse a la vanguardia por tantos años gracias a la constante innovación y a ser pionera en la implementación de diversas estrategias la han ubicado en la cima a pesar de los diversos retos y desafíos que tuvo que afrontar, entre las que se destacan su amplia red de rutas, sus programas de beneficios, sus alianzas y su compromiso con la satisfacción del cliente.

Para los próximos años el foco de la compañía estará puesto en generar sinergias positivas que la lleven obtener flujos positivos tanto para saldar sus deudas en la mayor medida posible, reduciendo de esta manera gastos por refinanciaciones como también para volver a estar en posición de apostar por seguir creciendo y adaptándose a un mercado tan cambiante y desafiante como lo es el actual.

Deberá destacarse por sobre sus competidores, ofreciendo algo más que el servicio en sí, buscando la satisfacción de sus clientes y con esto la fidelización de los mismos. Al ser su exposición internacional algo menor que la de algunos de sus principales competidores, podría verse beneficiada por una recuperación de su negocio algo más rápida en el plano doméstico.



VII- Glosario

- ASM: por sus siglas en inglés "Available Seat Miles", Asiento milla disponible.
- Beta: medida de sensibilidad de un activo de riesgo que se utiliza para conocer la variación relativa de un activo frente a un índice de referencia del mercado.
- CAPEX: por sus siglas en inglés "Capital Expenditures", Inversiones en bienes de capital.
- CAPM: por sus siglas en inglés "Capital Asset Pricing Model", Modelo de valoración de activos financieros.
- CASM: por sus siglas en inglés "Cost per Available Seat Miles", Costo por asiento milla disponible.
- Chárter: se da cuando una persona o grupo de personas alquilan un avión completo en lugar de comprar asientos individuales.
- CMO: por sus siglas en inglés "Commercial Market Outlook".
- EBIT: por sus siglas en inglés "Earnings Before Interest and Taxes", indicador financiero que mide la rentabilidad de una empresa antes de intereses e impuestos.
- EBITDA: por sus siglas en inglés "Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization", indicador financiero que mide la rentabilidad de una empresa antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones.
- EBITDAR: por sus siglas en inglés, "Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, Amortization and restructuring or rent costs", indicador financiero que mide la rentabilidad de una empresa antes de intereses, impuestos, depreciaciones, amortizaciones y costos de reestructuración o renta.
- DCF: por sus siglas en inglés "Discounted Cash Flow", Modelo de Flujos Descontados.
- Equity: Capital Accionario.
- EV: por sus siglas en inglés "Enterprise Value", valor de una empresa.
- FED: por sus siglas en inglés "Federal Reserve", Banco Central de los Estados Unidos.
- FMI: Fondo Monetario Internacional, organización financiera internacional de las Naciones Unidas.
- IATA: por sus siglas en inglés "International Air Transport Association", Asociación de Transporte Aéreo Internacional.
- Kd: costo de la deuda corporativa expresado en términos porcentuales.
- Ke: costo del capital accionario expresado en términos porcentuales.
- RASM: por sus siglas en inglés "Revenue per Available Seat Miles", Ingresos por asiento milla disponible.
- Ratio: relación cuantificada entre dos magnitudes o variables financieras.
- rf: por sus siglas en inglés "Risk Free", libre de riesgo, es la rentabilidad que se obtiene al invertir en un activo que se considera totalmente seguro, es decir, cuyo rendimiento obtenido es igual al rendimiento esperado.
- ROA: por sus siglas en inglés "Return on Assets", rendimiento o rentabilidad de los activos.
- ROE: por sus siglas en inglés "Return on Equity", rendimiento o rentabilidad del capital.
- RPM: por sus siglas en inglés "Revenue Passenger Miles", Ingresos por pasajero milla.

- SEC: por sus siglas en inglés "Security and Exchange Commission", es la Comisión de Bolsa y Valores de los Estados Unidos.
- S&P 500: por sus siglas en inglés "Standard & Poor's 500", índice que se basa en la capitalización bursátil de 500 grandes empresas que poseen acciones que cotizan en las bolsas de los Estados Unidos NYSE y NASDAQ.
- t: tasa impositiva que tributa una empresa.
- USD: por sus siglas en inglés "United States Dollars", dólares estadounidenses.
- WACC: por sus siglas en inglés "Weighted Average Cost of Capital", Costo Promedio Ponderado del Capital.
- Yield: Rendimiento

VIII- Anexos

Anexo I: Estado de resultados histórico

Estado de resultados (millones)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ingresos Operativos								
Ingresos por pasajeros	\$ 35.512	\$ 37.045	\$ 39.131	\$ 40.676	\$ 42.010	\$ 14.518	\$ 26.063	\$ 44.568
Ingresos por transporte de carga	\$ 760	\$ 785	\$ 890	\$ 1.013	\$ 863	\$ 769	\$ 1.314	\$ 1.233
Otros ingresos operativos	\$ 4.718	\$ 2.312	\$ 2.601	\$ 2.852	\$ 2.895	\$ 2.050	\$ 2.505	\$ 3.170
Total Ingresos Operativos	\$ 40.990	\$ 40.142	\$ 42.622	\$ 44.541	\$ 45.768	\$ 17.337	\$ 29.882	\$ 48.971
Costos Operativos								
Combustible e Impuestos relacionados	\$ 6.226	\$ 5.071	\$ 6.128	\$ 8.053	\$ 9.395	\$ 3.402	\$ 6.792	\$ 13.791
Salarios y beneficios	\$ 9.448	\$ 10.865	\$ 11.864	\$ 12.251	\$ 12.895	\$ 11.229	\$ 11.817	\$ 12.972
Gastos regionales	\$ 5.626	\$ 5.649	\$ 6.208	\$ 6.755	\$ 3.985	\$ 2.962	\$ 3.204	\$ 4.385
Mantenimiento, materiales y reparaciones	\$ 1.889	\$ 1.834	\$ 1.959	\$ 2.050	\$ 2.381	\$ 1.585	\$ 1.979	\$ 2.684
Otros alquileres y tasas	\$ 1.731	\$ 1.772	\$ 1.806	\$ 1.900	\$ 2.672	\$ 2.004	\$ 2.619	\$ 2.730
Alquiler de aeronaves y motores	\$ 1.250	\$ 1.203	\$ 1.197	\$ 1.264	\$ 1.326	\$ 1.341	\$ 1.425	\$ 1.395
Total Costos Operativos	\$ 26.574	\$ 26.800	\$ 29.430	\$ 32.337	\$ 32.465	\$ 22.832	\$ 27.948	\$ 37.528
Ganancia Bruta	\$ 14.416	\$ 13.342	\$ 13.192	\$ 12.204	\$ 13.303	\$ -5.495	\$ 1.934	\$ 11.443
Gastos de ventas	\$ 1.394	\$ 1.323	\$ 1.477	\$ 1.520	\$ 2.004	\$ 666	\$ 1.098	\$ 1.815
Otros	\$ 4.374	\$ 4.634	\$ 4.910	\$ 5.088	\$ 5.428	\$ 3.186	\$ 3.994	\$ 5.422
Amortizaciones	\$ 1.364	\$ 1.525	\$ 1.702	\$ 1.839	\$ 1.982	\$ 2.040	\$ 2.019	\$ 1.977
D&A	\$ 1.609	\$ 1.818	\$ 2.017	\$ 2.159	\$ 2.318	\$ 2.370	\$ 2.335	\$ 2.298
EBITDA	\$ 8.893	\$ 7.678	\$ 7.120	\$ 5.916	\$ 6.207	\$ -9.017	\$ -2.842	\$ 4.527
Amortizaciones	\$ 1.609	\$ 1.818	\$ 2.017	\$ 2.159	\$ 2.318	\$ 2.370	\$ 2.335	\$ 2.298
EBIT	\$ 7.284	\$ 5.860	\$ 5.103	\$ 3.757	\$ 3.889	\$ -11.387	\$ -5.177	\$ 2.229

Tabla 49 – Estado de Resultados histórico American Airlines 2015-2022

(Fuente: elaboración propia según estados financieros publicados)

Anexo II: Flujo de caja histórico

Flujo de caja (USD miles)	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022
<i>Flujos de caja provenientes de actividades operativas</i>					
Ingresos Netos	\$ 1.412.000	\$ 1.686.000	\$ -8.885.000	\$ -1.993.000	\$ 127.000
Depreciación y amortización	\$ 2.159.000	\$ 2.318.000	\$ 2.370.000	\$ 2.335.000	\$ 2.298.000
Impuestos sobre la beneficios diferidos	\$ 440.000	\$ 560.000	\$ -2.568.000	\$ -555.000	\$ 65.000
Compensación con base en acciones	\$ 86.000	\$ 94.000	\$ 91.000	\$ 98.000	\$ 78.000
Variación en el Capital de trabajo	\$ -566.000	\$ -867.000	\$ 1.217.000	\$ 1.041.000	\$ -182.000
Otro capital de trabajo	\$ -212.000	\$ -453.000	\$ -8.501.000	\$ 292.000	\$ -373.000
Otras partidas no monetarias	\$ 302.000	\$ 314.000	\$ 1.646.000	\$ 121.000	\$ 192.000
Efectivo neto proporcionado por actividades en curso	\$ 3.533.000	\$ 3.815.000	\$ -6.543.000	\$ 704.000	\$ 2.173.000
<i>Flujo de caja provenientes de inversión</i>					
Inversiones en propiedad, plante y equipo	\$ -3.745.000	\$ -4.268.000	\$ -1.958.000	\$ -412.000	\$ -2.546.000
Adquisiciones netas	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -28.000	\$ -321.000
Compras de inversiones	\$ -3.412.000	\$ -3.187.000	\$ -5.873.000	\$ -19.454.000	\$ -11.617.000
Ventas/vencimientos de inversiones	\$ 3.912.000	\$ 4.144.000	\$ 2.844.000	\$ 13.923.000	\$ 14.972.000
Otras actividades de inversión	\$ 65.000	\$ 164.000	\$ -371.000	\$ -391.000	\$ 87.000
Efectivo neto usado para actividades de inversión	\$ -1.973.000	\$ -2.243.000	\$ -4.342.000	\$ -5.983.000	\$ 636.000
<i>Flujo de caja proveniente actividades financieras</i>					
Pago de deudas	\$ -2.941.000	\$ -4.190.000	\$ -3.535.000	\$ -7.343.000	\$ -3.752.000
Acciones ordinarias emitidas	\$ -	\$ -	\$ 2.970.000	\$ 460.000	\$ -
Acciones ordinarias readquiridas	\$ -837.000	\$ -1.097.000	\$ -173.000	\$ -18.000	\$ -21.000
Dividendos pagados	\$ -186.000	\$ -178.000	\$ -43.000	\$ -	\$ -
Otras actividades financieras	\$ -62.000	\$ -63.000	\$ -5.000	\$ -1.000	\$ 73.000
Efectivo neto usado que fue proporcionado act. Financieras	\$ -1.672.000	\$ -1.568.000	\$ 10.994.000	\$ 5.288.000	\$ -2.631.000
Cambio neto en efectivo	\$ -112.000	\$ 4.000	\$ 109.000	\$ 9.000	\$ 178.000
Efectivo al inicio del período	\$ 398.000	\$ 286.000	\$ 290.000	\$ 399.000	\$ 408.000
Efectivo al final del período	\$ 286.000	\$ 290.000	\$ 399.000	\$ 408.000	\$ 586.000
<i>Flujo de caja libre</i>					
Flujo de caja operativo	\$ 3.533.000	\$ 3.815.000	\$ -6.543.000	\$ 704.000	\$ 2.173.000
Inversiones en bienes de capital	\$ -3.745.000	\$ -4.268.000	\$ -1.958.000	\$ -412.000	\$ -2.546.000
Flujo de caja libre	\$ -212.000	\$ -453.000	\$ -8.501.000	\$ 292.000	\$ -373.000

Tabla 50 – Flujo de caja histórico American Airlines 2015-2022

(Fuente: elaboración propia de acuerdo con estados financieros publicados)

Anexo III: Estado de Situación Patrimonial histórico

Balance (USD miles)	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022
<i>Activos</i>					
<i>Activos corrientes</i>					
<i>Efectivo</i>					
Caja y equivalentes	\$ 275.000	\$ 280.000	\$ 245.000	\$ 273.000	\$ 440.000
Otras inversiones a corto plazo	\$ 4.485.000	\$ 3.546.000	\$ 6.619.000	\$ 12.158.000	\$ 8.525.000
Caja total	\$ 4.760.000	\$ 3.826.000	\$ 6.864.000	\$ 12.431.000	\$ 8.965.000
Cuentas pendientes netas	\$ 1.706.000	\$ 1.750.000	\$ 1.342.000	\$ 1.505.000	\$ 2.138.000
Inventario	\$ 1.522.000	\$ 1.851.000	\$ 1.614.000	\$ 1.795.000	\$ 2.279.000
Otro activo corriente					\$ 892.000
Activos corrientes totales	\$ 8.637.000	\$ 8.205.000	\$ 11.095.000	\$ 17.336.000	\$ 15.269.000
<i>Activos no corrientes</i>					
<i>Propiedad, planta y equipo</i>					
Propiedad bruta, planta y equipo	\$ 60.692.000	\$ 62.391.000	\$ 56.495.000	\$ 55.533.000	\$ 58.323.000
Depreciación acumulada	\$ -17.443.000	\$ -18.659.000	\$ -16.757.000	\$ -18.171.000	\$ -20.029.000
Propiedad neta, planta y equipo	\$ 43.249.000	\$ 43.732.000	\$ 39.738.000	\$ 37.362.000	\$ 38.294.000
Valor llave	\$ 4.091.000	\$ 4.091.000	\$ 4.091.000	\$ 4.091.000	\$ 4.091.000
Activos intangibles	\$ 2.137.000	\$ 2.084.000	\$ 2.029.000	\$ 1.988.000	\$ 2.059.000
Otros activos a largo plazo	\$ 1.321.000	\$ 1.237.000	\$ 1.816.000	\$ 2.109.000	\$ 1.904.000
Total de activos no corrientes	\$ 51.943.000	\$ 51.789.000	\$ 50.913.000	\$ 49.106.000	\$ 49.447.000
Activos Totales	\$ 60.580.000	\$ 59.995.000	\$ 62.008.000	\$ 66.442.000	\$ 64.716.000
<i>Patrimonio neto y accionistas</i>					
<i>Obligaciones</i>					
<i>Pasivos circulantes</i>					
Deuda corriente	\$ 3.294.000	\$ 2.861.000	\$ 2.797.000	\$ 2.489.000	\$ 3.274.000
Cuentas a pagar	\$ 1.773.000	\$ 2.062.000	\$ 1.196.000	\$ 1.772.000	\$ 2.149.000
Obligaciones devengadas	\$ 3.769.000	\$ 3.679.000	\$ 4.135.000	\$ 4.255.000	\$ 4.694.000
Ingresos diferidos	\$ 7.606.000	\$ 8.001.000	\$ 6.790.000	\$ 8.983.000	\$ 9.914.000
Otros pasivos circulantes	\$ 4.339.000	\$ 4.808.000	\$ -	\$ -	\$ -
Pasivos circulantes totales	\$ 18.096.000	\$ 18.311.000	\$ 16.569.000	\$ 19.006.000	\$ 21.496.000
<i>Obligaciones no corrientes</i>					
Deuda a largo plazo	\$ 21.179.000	\$ 21.454.000	\$ 29.796.000	\$ 35.571.000	\$ 32.389.000
Ingresos diferidos	\$ 5.272.000	\$ 5.422.000	\$ 7.162.000	\$ 6.239.000	\$ 5.976.000
Otras obligaciones a largo plazo	\$ 1.393.000	\$ 1.453.000	\$ 1.502.000	\$ 1.328.000	\$ 1.258.000
Total de obligaciones no corrientes	\$ 42.653.000	\$ 41.802.000	\$ 52.306.000	\$ 54.801.000	\$ 49.019.000
Pasivos totales	\$ 60.749.000	\$ 60.113.000	\$ 68.875.000	\$ 73.807.000	\$ 70.515.000
<i>Patrimonio neto</i>					
Acción ordinaria	\$ 5.000	\$ 4.000	\$ 6.000	\$ 6.000	\$ 6.000
Ganancias retenidas	\$ 136.000	\$ 2.264.000	\$ -6.664.000	\$ -8.638.000	\$ -8.511.000
Otro ingreso integral acumulado	\$ -5.274.000	\$ -6.331.000	\$ -7.103.000	\$ -5.942.000	\$ -4.585.000
Total patrimonio neto de los accionistas	\$ -169.000	\$ -118.000	\$ -6.867.000	\$ -7.340.000	\$ -5.799.000
Total de obligaciones y capital de los accionistas	\$ 60.580.000	\$ 59.995.000	\$ 62.008.000	\$ 66.467.000	\$ 64.716.000

Tabla 51 – Estado de Situación Patrimonial histórico American Airlines 2018-2022

(Fuente: elaboración propia de acuerdo con estados financieros publicados)

Anexo IV: Proyección de ingresos

Escenario Base

Ingresos Operativos (USD millones)	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Ingresos Operativos						
Ingresos por pasajeros	\$ 44.568	\$ 47.599	\$ 50.835	\$ 54.292	\$ 57.984	\$ 61.927
Ingresos por transporte de carga	\$ 1.233	\$ 1.333	\$ 1.423	\$ 1.466	\$ 1.624	\$ 1.734
Otros ingresos operativos	\$ 3.170	\$ 4.760	\$ 5.084	\$ 5.429	\$ 5.798	\$ 6.193
Total Ingresos Operativos	\$ 48.971	\$ 53.691	\$ 57.342	\$ 61.187	\$ 65.406	\$ 69.854

Tabla 52 – Escenario Base – Proyección ingresos 2023-2027

(Fuente: elaboración propia)

Escenario optimista/positivo

Estado de resultados (USD millones)	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Ingresos Operativos						
Ingresos por pasajeros	\$ 44.568	\$ 48.802	\$ 53.438	\$ 58.515	\$ 64.074	\$ 70.161
Ingresos por transporte de carga	\$ 1.233	\$ 1.220	\$ 1.336	\$ 1.463	\$ 1.666	\$ 1.754
Otros ingresos operativos	\$ 3.170	\$ 4.880	\$ 5.344	\$ 5.851	\$ 6.407	\$ 6.952
Total Ingresos Operativos	\$ 48.971	\$ 54.902	\$ 60.118	\$ 65.829	\$ 72.147	\$ 78.867

Tabla 53 - Escenario optimista/positivo – Proyección ingresos 2023-2027

(Fuente: elaboración propia)

Escenario pesimista/negativo

Estado de resultados (USD millones)	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Ingresos Operativos						
Ingresos por pasajeros	\$ 44.568	\$ 47.242	\$ 50.077	\$ 53.081	\$ 56.266	\$ 59.642
Ingresos por transporte de carga	\$ 1.233	\$ 1.181	\$ 1.252	\$ 1.327	\$ 1.407	\$ 1.491
Otros ingresos operativos	\$ 3.170	\$ 4.488	\$ 4.757	\$ 5.043	\$ 5.345	\$ 5.666
Total Ingresos Operativos	\$ 48.971	\$ 52.911	\$ 56.086	\$ 59.451	\$ 63.018	\$ 66.799

Tabla 54 - Escenario pesimista/negativo – Proyección ingresos 2023-2027

(Fuente: elaboración propia)

Escenario "Precio de mercado"

Estado de resultados (USD millones)	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Ingresos Operativos						
Ingresos por pasajeros	\$ 44.568	\$ 47.585	\$ 50.807	\$ 54.246	\$ 57.924	\$ 61.852
Ingresos por transporte de carga	\$ 1.233	\$ 1.618	\$ 1.677	\$ 1.736	\$ 1.854	\$ 1.905
Otros ingresos operativos	\$ 3.170	\$ 4.759	\$ 5.081	\$ 5.425	\$ 5.792	\$ 6.154
Total Ingresos Operativos	\$ 48.971	\$ 53.962	\$ 57.564	\$ 61.407	\$ 65.570	\$ 69.911

Tabla 55 - Escenario "Precio de mercado" – Proyección ingresos 2023-2027

(Fuente: elaboración propia)

Anexo V: Escenarios alternativos

Escenario Optimista

Estado de resultados (USD millones)	2023	2024	2025	2026	2027	Valor Terminal
Ingresos Operativos	\$ 54.902	\$ 60.118	\$ 65.829	\$ 72.147	\$ 78.867	\$ 81.233
Costos Operativos	\$ -37.642	\$ -41.147	\$ -45.642	\$ -48.915	\$ -57.957	\$ -59.695
EBITDA	\$ 9.574	\$ 10.555	\$ 10.971	\$ 13.492	\$ 9.869	\$ 10.165
Amortizaciones	\$ -1.940	\$ -2.283	\$ -2.617	\$ -2.885	\$ -2.980	\$ -3.693
EBIT	\$ 7.634	\$ 8.272	\$ 8.354	\$ 10.607	\$ 6.889	\$ 6.471

Flujo de Fondos (USD millones)	2023	2024	2025	2026	2027	Valor Terminal
EBITDA	\$ 9.574	\$ 10.555	\$ 10.971	\$ 13.492	\$ 9.869	\$ 10.165
Impuesto a las Ganancias	\$ -1.284	\$ -1.737	\$ -1.754	\$ -2.227	\$ -1.447	\$ -1.359
Capex	\$ -10.745	\$ -9.203	\$ -8.916	\$ -7.399	\$ -3.586	\$ -3.693
Variación Capital de Trabajo	\$ -683	\$ -365	\$ -400	\$ -442	\$ -470	\$ -484
Flujo de Fondos	\$ -3.139	\$ -750	\$ -99	\$ 3.423	\$ 4.366	\$ 4.628
						\$ 71.195

WACC	9,50%
g (crecimiento)	3%

Años	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	4,5
Factor de descuento	0,96	0,87	0,80	0,73	0,66	0,66
Valor Presente	\$ -2.999	\$ -655	\$ -79	\$ 2.492	\$ 2.902	\$ 47.324
Valor Presente - Flujo de Fondos	\$ -142					
Valor Presente - Valor Terminal	\$ 47.324					
Total Valor Actual (USD millones)	\$ 47.182					
Deuda Neta (millones)	\$ 34.722					
Valor del Equity (USD millones)	\$ 12.460					
Acciones en circulación	651.430.518					
Precio por acción	\$ 19,13					

Tabla 56 – Modelo escenario optimista/positivo

(Fuente: elaboración propia según estados financieros publicados)

Escenario Pesimista

Estado de resultados (USD millones)	2023	2024	2025	2026	2027	Valor Terminal
Ingresos Operativos	\$ 52.911	\$ 56.086	\$ 59.451	\$ 63.018	\$ 66.799	\$ 68.803
Costos Operativos	\$ -38.035	\$ -40.649	\$ -42.590	\$ -44.465	\$ -49.647	\$ -51.137
EBITDA	\$ 7.468	\$ 7.585	\$ 8.538	\$ 9.730	\$ 7.800	\$ 8.034
Amortizaciones	\$ -1.868	\$ -2.154	\$ -2.432	\$ -2.639	\$ -2.706	\$ -2.493
EBIT	\$ 5.600	\$ 5.430	\$ 6.106	\$ 7.091	\$ 5.094	\$ 5.541

Flujo de Fondos (USD millones)	2023	2024	2025	2026	2027	Valor Terminal
EBITDA	\$ 7.468	\$ 7.585	\$ 8.538	\$ 9.730	\$ 7.800	\$ 8.034
Impuesto a las Ganancias	\$ -857	\$ -1.140	\$ -1.282	\$ -1.489	\$ -1.070	\$ -1.164
Capex	\$ -8.599	\$ -7.365	\$ -7.136	\$ -5.466	\$ -2.420	\$ -2.493
Variación Capital de Trabajo	\$ -15	\$ -190	\$ -202	\$ -214	\$ -227	\$ -234
Flujo de Fondos	\$ -2.003	\$ -1.112	\$ -82	\$ 2.561	\$ 4.083	\$ 4.144
						\$ 63.750

WACC	9,50%
g (crecimiento)	3%

Años	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	4,5
Factor de descuento	0,96	0,87	0,80	0,73	0,66	0,66
Valor Presente	\$ -1.914	\$ -970	\$ -65	\$ 1.864	\$ 2.714	\$ 42.375
Valor Presente - Flujo de Fondos	\$ -173					
Valor Presente - Valor Terminal	\$ 42.375					
Total Valor Actual (USD millones)	\$ 42.202					
Deuda Neta (millones)	\$ 34.722					
Valor del Equity (USD millones)	\$ 7.480					
Acciones en circulación	651.430.518					
Precio por acción	\$ 11,48					

Tabla 57 – Modelo escenario pesimista/negativo

(Fuente: elaboración propia según estados financieros publicados)

Universidad de
San Andrés

Escenario "Precio de mercado"

Estado de resultados (USD millones)	2023	2024	2025	2026	2027	Valor Terminal
Ingresos Operativos	\$ 53.962	\$ 57.564	\$ 61.407	\$ 65.570	\$ 69.911	\$ 72.008
Costos Operativos	\$ -37.945	\$ -40.230	\$ -43.009	\$ -46.181	\$ -51.916	\$ -53.473
EBITDA	\$ 8.462	\$ 9.275	\$ 9.801	\$ 10.210	\$ 8.207	\$ 8.454
Amortizaciones	\$ -1.868	\$ -2.154	\$ -2.432	\$ -2.639	\$ -2.712	\$ -2.771
EBIT	\$ 6.594	\$ 7.121	\$ 7.369	\$ 7.571	\$ 5.496	\$ 5.682

Flujo de Fondos (USD millones)	2023	2024	2025	2026	2027	Valor Terminal
EBITDA	\$ 8.462	\$ 9.275	\$ 9.801	\$ 10.210	\$ 8.207	\$ 8.454
Impuesto a las Ganancias	\$ -1.066	\$ -1.495	\$ -1.547	\$ -1.590	\$ -1.154	\$ -1.193
Capex	\$ -8.954	\$ -7.669	\$ -7.430	\$ -5.692	\$ -2.690	\$ -2.771
Variación Capital de Trabajo	\$ -78	\$ -216	\$ -231	\$ -250	\$ -260	\$ -268
Flujo de Fondos	\$ -1.636	\$ -106	\$ 593	\$ 2.678	\$ 4.102	\$ 4.221
						\$ 64.935

WACC	9,50%
g (crecimiento)	3%

Años	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	4,5
Factor de descuento	0,96	0,87	0,80	0,73	0,66	0,66
Valor Presente	\$ -1.563	\$ -92	\$ 473	\$ 1.949	\$ 2.727	\$ 43.163
Valor Presente - Flujo de Fondos	\$ 1.692					
Valor Presente - Valor Terminal	\$ 43.163					
Total Valor Actual (USD millones)	\$ 44.855					
Deuda Neta (millones)	\$ 34.722					
Valor del Equity (USD millones)	\$ 10.134					
Acciones en circulación	651.430.518					
Precio por acción	\$ 15,56					

Tabla 58 – Modelo escenario "Precio de mercado"

(Fuente: elaboración propia según estados financieros publicados)

IX- Bibliografía

Académica:

- Burns, W., (2004). *Introduction to Financial Ratios and Financial Statement Analysis*. Harvard Business School.
- Caveney, R, (2017). *Valuation and Value Drivers for US Based Airlines, an Analysis of an Industry*. University of Tennessee Honors Thesis Projects.
- Damodaran, A., (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. New York: Wiley.
- Damodaran, A. (2008). *What is the risk-free rate? A search for Basic*.
- Damodaran, A. (2015). *Applied Corporate Finance*. Cuarta Edición. John Wiley & Sons.
- Fernandez, P. (2002). *Valuation Methods and Shareholder Value Creation*. Academic Press.

Informes y páginas web:

- American Airlines, Annual Reports 2015-2022
- Airline Reorganization under the U.S. Bankruptcy Code, CRS Report for Congress
- Banco Mundial, [Banco Mundial – Desarrollo sostenible, resiliencia y crecimiento económico](#)
- Barrons, [American Airlines, Alaska Earnings Keep the Sector’s Stocks Under Pressure. - Barrons](#)
- Boeing, CMO, [Commercial Market Outlook \(boeing.com\)](#)
- Carl Marks Competition, The American Airlines Bankruptcy
- Federal Reserve Board, [Federal Reserve Board - Home](#)
- Finbox, [Explore Fundamental Data for American Airlines Group Inc. \(AAL\) | finbox.com](#)
- Fitch Ratings, [Fitch Ratings: Credit Ratings & Analysis For Financial Markets](#)
- FMI, World Economic Outlook, [World Economic Outlook, October 2022: Countering the Cost-of-Living Crisis \(imf.org\)](#)
- France24, [American Airlines files for bankruptcy protection \(france24.com\)](#)
- Fred Economic Data, [S&P 500 \(SP500\) | FRED | St. Louis Fed \(stlouisfed.org\)](#)
- IATA: Asociación de Transporte Aéreo Internacional: [RITA | BTS | Fuel Cost and Consumption, IATA - Air Passenger Numbers to Recover in 2024](#)
- Insolvency and Restructuring International, Vol. 15 No 1, Abril 2021, International Airlines and the benefits of Chapter 11

- Investing, [Acciones American Airlines | Cotización NASDAQ:AAL hoy - Investing.com](#)
- Investopedia, [S&P 500 Average Return \(investopedia.com\)](#)
- Investopedia [4 Reasons Why Airlines Are Always Struggling \(investopedia.com\)](#)
- Macrotrends, [American Airlines Group ROA 2010-2021 | AAL | MacroTrends](#)
[American Airlines Group ROE 2010-2023 | AAL | MacroTrends](#)
- Oliver Wyman, [Aviation Aftermarket And COVID-19 \(oliverwyman.com\)](#)
- Sec, [sec.gov](#)
- Seeking Alpha, [American Airlines Shows Why Airlines Are Usually A Bad Investment \(AAL\) | Seeking Alpha](#)
- Statista Research Department, [Commercial airlines: passenger load factor worldwide 2023 | Statista](#)
- Stock Analysis, [American Airlines Group Inc. \(NASDAQ:AAL\) | Income Taxes \(stock-analysis-on.net\)](#)
- S&P Capital IQ, [American Airlines Group Inc. \(NasdaqGS:AAL\) Financials > Historical Capitalization \(capitaliq.com\)](#)
- Tickeron, [Understanding Chapter 11 Bankruptcy: A Comprehensive Guide \(tickeron.com\)](#)
- Trading Economics, [American Airlines | AAL - Stock Price | Live Quote | Historical Chart \(tradingeconomics.com\)](#)
- U. S Bureau of Transportation Statistics, [Bureau of Transportation Statistics \(bts.gov\)](#)
[OST R | BTS | Transtats](#)
- Wikipedia, [American Airlines - Wikipedia, la enciclopedia libre](#)
- Yahoo Finance, [American Airlines Group Inc. \(AAL\) Precio de las acciones, noticias, cotización e historial - Yahoo Finanzas](#)
- Zacks.com, [American Airlines \(AAL\) Return On Equity \(TTM\) - Zacks.com](#)
[American Airlines \(AAL\) Return On Assets \(TTM\) - Zacks.com](#)

San Andrés