

**Avianca Holdings**  
BVC: PFAHV  
NYSE: AVH

**Primera cobertura**

Fecha de valoración: 12 julio de 2017

**Recomendación:** Compra especulativa

**Precio de la acción y valor del IGBC**

Precio de la acción 12 julio 2017: COP \$ 2.745.

La acción presenta un potencial de valorización del 68,2%, con un valor de COP\$4.618.

Enfoque en búsqueda de alianzas estratégicas y rentabilización de su operación por medio de mejoras en su estructura de capital, reducción del nivel de deuda y aumento del FCL.

Existe desconfianza en el mercado, e incertidumbre frente a la capacidad que la compañía tenga de ser sostenible en el tiempo, por sus ratios de endeudamiento.

**Tabla de valoración con los datos financieros más destacados (miles de dólares)**

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Utilidad operacional	365.317	434.619	426.246	488.066	558.820
+ Dep. y amort.	272.510	289.694	303.245	330.763	358.509
Δ KTNO	20.476	28.039	3.762	4.013	4.369
Capex	(293.215)	(231.215)	(469.558)	(473.427)	(431.628)
FCL	258.648	394.504	139.501	207.209	327.248
Keu (no apalancado)	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%
Margen EBITDAR %	21,8%	22,3%	21,1%	21,4%	21,7%
Deuda neta / EBITDAR	2,60	1,97	1,63	0,75	0,52
ROE	9,8%	12,0%	11,1%	12,1%	12,8%

**Capitalización del mercado, datos financieros y accionarios**

**Capitalización bursátil:** COP\$934.694.232.165

**Acciones en circulación:** 340.507.917

**Volumen promedio diario DEL ÚLTIMO AÑO:** 2.846.502 acciones

**Bursatilidad:** alta

**Participación índice:** 0,99%

**Cotiza en:** BVC: PFAHV – NYSE: AVH

**Beta desapalancado:** 0,73

**Rango último año:** COP \$2.345 - COP \$2.745

**Apreciación global de la Compañía:**

**Localización:** Ciudad de Panamá.

**Industria:** aeronáutica.

**Descripción:** presta servicios de transporte de pasajeros y de carga, en mercados locales de Colombia, Ecuador, Costa Rica, Nicaragua y Perú, y en rutas internacionales con destino a América del Norte, Centroamérica, América del Sur, Europa y el Caribe.

**Productos y servicios:** transporte de pasajeros y carga; servicios de aeropuerto, ingeniería, mantenimiento y entrenamiento (Avianca Services); servicios de organización y comercialización de paquetes de viajes (Avianca Tours) y administración de programa de lealtad (LifeMiles).

**Sitio web de la Compañía:** <http://www.aviancaholdings.com/>

**Analistas:**  
Carolina Saldarriaga

**Directora de la investigación de inversión:**  
Sandra Constanza Gaitán Riaño

**Asesor de investigación:**  
Simón Restrepo Barth

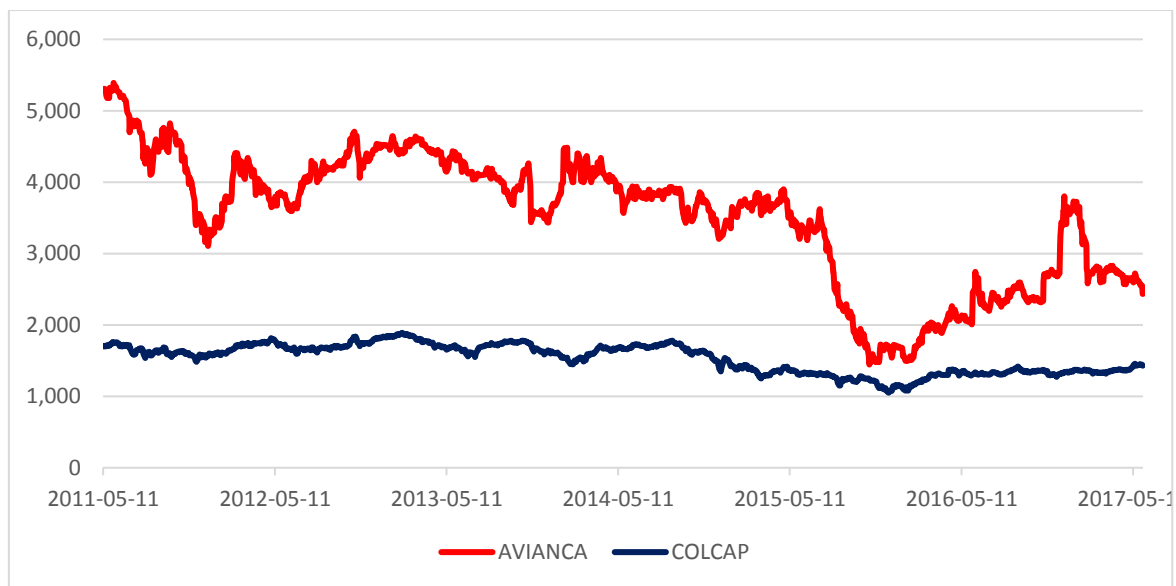
**DESEMPEÑO DEL PRECIO ACCIONARIO**

Gráfico 1. Desempeño valor de la acción de Avianca en la BVC.

Fuente: portal financiero Grupo Aval, datos históricos del 5 de noviembre de 2011 al 31 de mayo de 2017 (Grupo Aval, 2017).

El 28 de marzo de 2011 se realizó la oferta pública de cien millones de acciones con dividendo preferencial y sin derecho a voto de Avianca Holdings. Si bien a la fecha (julio de 2017), la acción se había desvalorizado cerca de un 53% (gráfico 1), sus mínimos históricos se registraron en el 2015 (\$1.445). Ese año, se vio afectada por factores macroeconómicos como depreciación del peso colombiano y las perspectivas de un menor crecimiento económico, además del anuncio de la renuncia de Fabio Villegas, quien estuvo por más de 10 años en la presidencia de Avianca.

Durante el 2017 la acción se ha desvalorizado un 32%, consecuencia de la decepción del mercado por haber realizado la alianza comercial con United Airlines, en vez de recibir una inyección de liquidez por parte de los socios interesados en su momento: Delta Airlines, quien ofreció 1.000 millones de dólares en efectivo, United Airlines y Copa.

Los términos de la alianza estratégica-comercial de largo plazo con United Airlines aún están pendientes de ser negociados. Avianca considera que esta alianza podrá generar importantes oportunidades de crecimiento, sinergias y economías de escala para las dos compañías. United, por su parte, considera que esta alianza le permite continuar fortaleciendo la conectividad entre Colombia y los diferentes destinos que opera, que son más de 320, y expandir el programa de *Viajero frecuente* (González, 2017).

**RESUMEN DE LA INVERSIÓN**

Se recomienda una compra especulativa de la acción de Avianca Holdings, la cual tiene un potencial de valorización de 68,2% con respecto al precio registrado el 12 de julio de 2017, de COP \$2.745; el precio objetivo es de COP \$4.618. Esta oportunidad de valorización también se observa en el análisis por múltiplos comparables, donde se identifica una subvaloración de Avianca comparada con las aerolíneas que operan en Latinoamérica.

A pesar de que la valoración de la compañía sugiere una recomendación de compra, es importante destacar que los niveles de endeudamiento de la empresa son elevados y que existe una desconfianza en el Mercado en cuanto a la capacidad que tenga Avianca de ser sostenible en el tiempo, por lo tanto es una recomendación de compra especulativa.

Esta recomendación está sustentada en tres pilares:

- **Iniciativas estratégicas:** alianza con United Airlines, posible capitalización por parte de su accionista mayoritario para volver más liviana su estructura de capital, e intenciones de integración con otras compañías del Grupo Synergy.
- **Iniciativas operacionales:** mejora en su estructura de capital, aumento de su FCL y renovación de su flota, que traerá eficiencia en costos y gastos.
- Fortalecimiento y buenas perspectivas del sector aeronáutico en Latinoamérica.

## TESIS DE INVERSIÓN

Se recomienda una compra especulativa dado la incertidumbre sobre el efecto de los compromisos de compra de aeronaves y su capacidad de poner en marcha estos equipos. Sin embargo, en las proyecciones de sus estados financieros se ve solidez lo cual apalanca su estrategia de convertirse en la aerolínea latinoamericana preferida en el mundo.

En la búsqueda de este objetivo, Avianca está adelantando conversaciones para realizar una alianza estratégica y comercial con United Airlines, la cual podría traer grandes beneficios no solo para las dos aerolíneas, sino para los usuarios, ya que las dos compañías hacen parte de Star Alliance, una red global que permite prestar servicios en 192 países. United es una de las cuatro aerolíneas más grandes de Estados Unidos, con una flota de 737 aviones (con una edad promedio de 14 años), y más de 140 millones de pasajeros movilizados en el 2016. Con esta operación Avianca le puede hacer contrapeso a Latam, empresa que nació de la fusión de las aerolíneas Tam, de Brasil, y Lan, de Chile.

En el momento en que se anunció esta posible alianza, el socio minoritario, Kingsland, antepuso una demanda ante la corte de Nueva York, argumentando que Synergy llevó a cabo negociaciones “clandestinas” con United que solo benefician a Germán Efromovich; sin embargo, el 9 de mayo de 2017, según un comunicado de Avianca: “La Corte rechazó la solicitud de Kingsland en el sentido de adelantar una investigación expedita, la cual para Avianca tiene como única intención entorpecer las negociaciones con United Airlines” (Dinero, 2017a).

Avianca tiene como propósito en los próximos años contar con una estructura de capital más liviana y reducir su nivel de deuda. Es por esto que Synergy Aerospace Corp., su accionista controlante, ha aprobado adelantar una capitalización hasta por USD \$200.000.000, la cual se informó que será abierta para que todos los accionistas de la compañía puedan participar a prorrata, incluyendo a los accionistas preferenciales. Los términos finales de esta capitalización no se han definido y la fecha de este suceso aún no se ha concretado; por lo tanto no se tuvo en cuenta en esta valoración (Avianca Holdings, 2017).

Adicionalmente, el accionista controlante le ha informado a la compañía su intención de adelantar las actividades y autorizaciones necesarias llevar a cabo una integración entre Avianca Holdings y OceanAir Linhas Aéreas S.A. (Avianca Brasil), la cual también es

controlada por Synergy Aerospace Corp., lo que podría traer sinergias considerables. Dado que no se han especificado los términos de esta posible transacción, este hecho no se tiene en cuenta en las proyecciones y valoración del presente documento (Avianca Holdings 2017).

Paralelo a estas iniciativas estratégicas, la compañía trabaja en mejorar la eficiencia operativa, para lo cual tiene un plan de renovación de aeronaves (inversión por USD \$ 17.401.853.000 al año 2025), lo que le permitirá reducir costos (consumo de combustible, costos de mantenimiento, costos de entrenamiento de personal), mejorar el alcance y la productividad en la red y proporcionarle una mayor satisfacción al cliente; en el 2016 Avianca puso en marcha en Rionegro (Antioquia, Colombia) el Centro Aeronáutico de Mantenimiento, Reparación y Revisión (MRO), con una inversión inicial de 42.081 millones de dólares; así mismo, cada día la compañía fortalece sus demás líneas de negocio (Avianca Cargo, Avianca Services, Avianca Tours y LifeMiles), las cuales hoy representan el 20% de los ingresos.

De otro lado, la industria aeronáutica se encuentra sólida y tiene proyecciones de crecimiento y fortalecimiento. El sector de aviación en Latinoamérica será uno de los de mayor dinamismo en los próximos años. (Avianca Holdings, 2017).

Los tres principales riesgos que se observan para el escenario base son: devaluación de monedas (especialmente del peso colombiano), precios del petróleo (tiene un efecto mixto en los resultados de Avianca: menores costos, pero mayor devaluación) y ratios de endeudamiento (al cierre de 2016 el %D/E se ubicó en 347% y la deuda neta/ EBITDAR en 3,43); sin embargo, Avianca ha venido mejorando su perfil de deuda y tiene planes de efectuar una capitalización para mejorar su estructura de capital.

## VALORACIÓN

La valoración se realizó por medio del método *APV (Adjusted Present Value)*, en el cual al valor de la empresa desapalancado se le descuentan los flujos de caja con el *Keu* no apalancado, se le adicional el valor presente de los escudos fiscales y se le resta el valor esperado del costo de bancarrota.

Esta metodología se escogió porque la estructura de capital actual de Avianca no es la óptima (%D: 80%, deuda neta/EBITDAR: 3,43, %D/E: 347%) y por la incertidumbre que hay acerca de la posible capitalización por parte de su accionista mayoritario. En los métodos de valoración por flujo de cada descontado el nivel de apalancamiento de la firma afecta el valor de la compañía, en donde la óptima estructura de capital maximiza el valor de la empresa.

El resultado de la valoración arroja que, en el escenario más probable, el valor de la compañía no apalancada es de \$USD4.956.789 y un valor estimado del *equity* de USD\$1.507.652 lo que significa un precio de \$USD12,05 por ADR y un valor de la acción en la BVC de COP\$4.618 (tabla 1), lo que refleja un potencial de valorización de 68,2% con respecto al precio registrado el 12 de julio de 2017 (COP\$2.745).

Tabla 1. Cálculo del valor de la Compañía (miles de dólares)

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Utilidad operacional	365.316,9	434.619,4	426.245,9	488.066,2	558.820,4
Tasa de impuestos	29,1%	29,1%	29,1%	29,1%	29,1%
- Impuestos operativos	(106.441,3)	(126.633,7)	(124.194,0)	(142.206,4)	(162.821,8)
+ Dep. y amort.	272.510	289.694	303.245	330.763	358.509
Δ KTNO	20.476	28.039	3.762	4.013	4.369
Capex	(293.215)	(231.215)	(469.558)	(473.427)	(431.628)
FCL	<b>258.648</b>	<b>394.504</b>	<b>139.501</b>	<b>207.209</b>	<b>327.248</b>
Valor de perpetuidad					<b>5.047.079</b>
Keu (no apalancado)	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%
Valor presente	<b>238.253</b>	<b>334.743</b>	<b>109.036</b>	<b>149.186</b>	<b>3.597.209</b>

<b>Valor de la empresa (EV) no apalancada</b>	<b>4.428.427</b>
---	------------------

<b>Valor presente escudos fiscales</b>	<b>954.004</b>
Deuda actual	3.274.235
Tasa efectiva de impuestos promedio esperada	29%

<b>Valor esperado costo bancarrota</b>	<b>425.643</b>
Expectativa de bancarrota	26,36%
Costo de bancarrota	30%

<b>Valor empresa desapalancado</b>	<b>4.956.789</b>
- Deuda Actual a valor de mercado	3.274.235
- Pasivos laborales	155.150
- Interés minoritario	19.752
+Excedentes de liquidez	-
+Activos no operacionales	-
<b>Valor estimado del equity</b>	<b>1.507.652</b>

<b>Valoración acción ADR - USD</b>	<b>12.05</b>
Precio cierre ADR 12 julio 2017	7,26
<b>Valorización esperada</b>	<b>65,92%</b>

<b>Valoración acción - COP BVC</b>	<b>4.618</b>
TRM 12 julio 2017	3.067
Precio cierre Acción 12 julio 2017 BVC	2.745
<b>Valorización esperada</b>	<b>68,2%</b>

Fuente: elaboración propia.

Se hizo un análisis de sensibilidad sobre las variables que podrían afectar considerablemente el valor de la compañía, tales y como: TRM, g (tasa de crecimiento a perpetuidad), WACC, WTI y Capex (gráfico 2). Se hizo una simulación usando el programa Crystal Ball con 10.000 iteraciones, con lo cual se encontró, con un nivel de certeza del 70%, que el valor del precio de la acción de Avianca se ubicaría en el rango de COP\$ 2.620 y COP\$11.715, siendo \$4.618 el valor más probable.

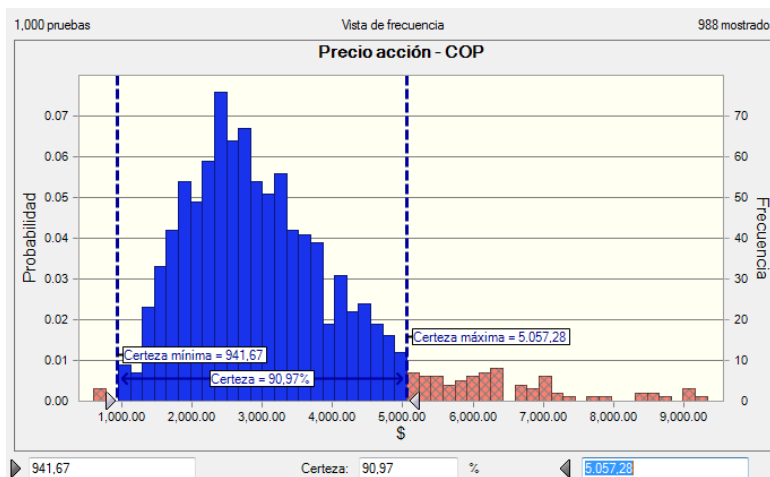


Gráfico 2. Sensibilidad del valor de la acción de Avianca.

Fuente: elaboración propia.

El precio de la acción es muy sensible a los cambios del WTI y del Capex (gráfico 3), siendo estas dos variables las que hacen que el valor de la acción de Avianca se pueda ubicar por encima de los COP\$10.000, lo que en un escenario base no se observa como muy probable. En el gráfico de tornado (gráfico 4), se evidencian los cambios que se generan en el valor de la acción por las fluctuaciones de las variables más sensibles.

Por lo anterior, se efectuó nuevamente la simulación eliminando el efecto del WTI y del Capex, y dejando solamente las variables Ke, g y TRM. En este escenario se encontró, con una probabilidad del 85%, que el precio se podría ubicar entre COP\$2.620 y COP\$6.590 (gráfico 5).

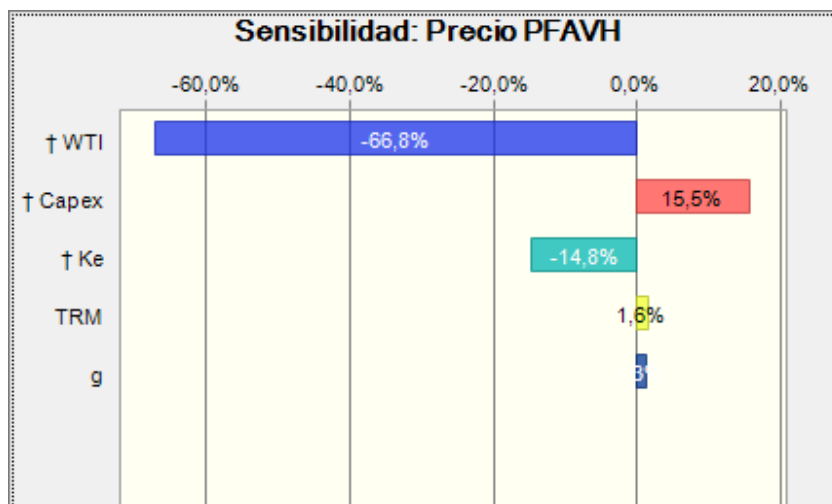


Gráfico 3. Variables que más afectan el valor de la acción de Avianca.

Fuente: elaboración propia.

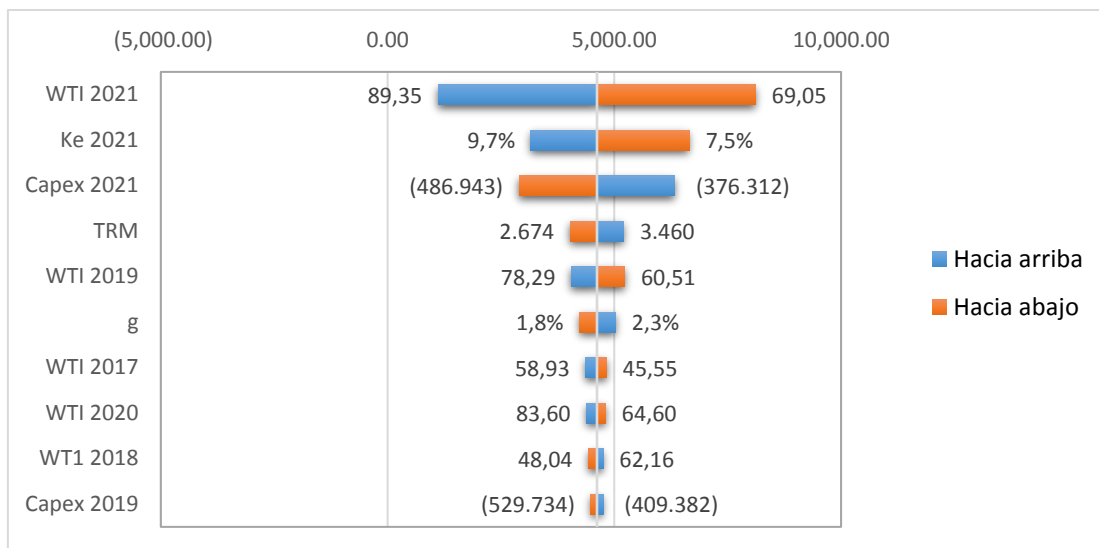


Gráfico 4. Variables que más afectan el valor de la acción de Avianca.  
Fuente: elaboración propia.

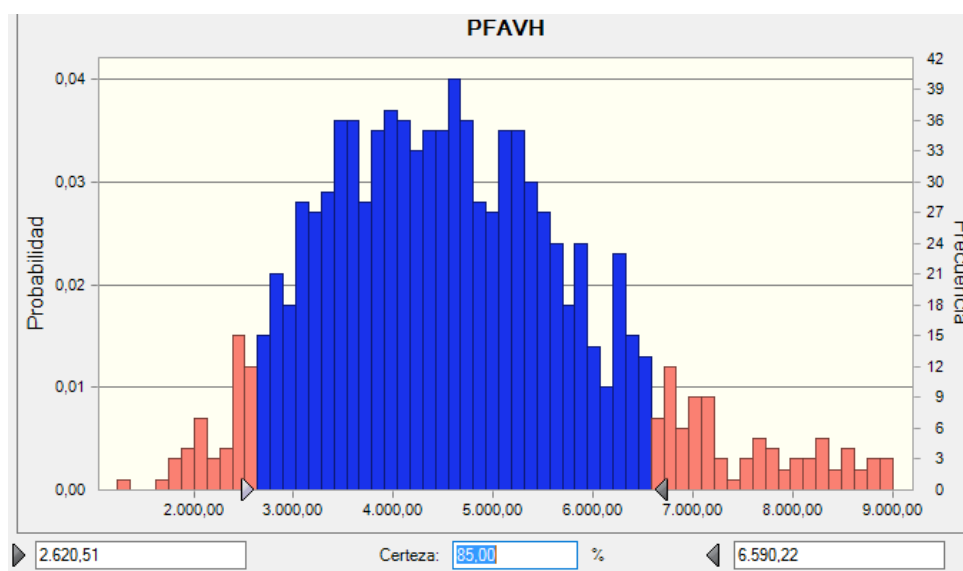


Gráfico 5. Sensibilidad precio de la acción de Avianca.  
Fuente: elaboración propia.

Estos resultados se confrontaron por el método de múltiplos (tabla 2), el cual muestra las oportunidades relativas del emisor con respecto a las compañías comparables. Esta metodología no refleja necesariamente el valor fundamental de la compañía, es un valor de referencia (múltiplos en Colombia GSC).

Tabla 2. Múltiplos implícitos estimados de Avianca Holdings

	2016	2017
Múltiplo EBITDA	9,4 X	7,8 X
Múltiplo EBITDAR	5,9 X	5,1 X
Múltiplo ventas	0,36 X	0,34 X
Múltiplo Price to Earnings	34,1 X	9,8 X

Fuente: elaboración propia.

Tabla 3. Valoración por múltiplos. Compañías comparables con Avianca

Aerolínea	País	Ingresos 2016 USD	Market Cap
<b>COPA HOLDINGS</b>	Panamá	2,20 B	4,81 B
<b>AEROMÉXICO</b>	México	2,84 B	26,3 B
<b>LATAM AIRLINES</b>	Chile	8,99 B	7,56 B
<b>GOL LINHAS AÉREAS</b>	Brasil	2,95 B	819,33 M

Aerolínea	Rentabilidad			Múltiplos			Var precio acción
	Operating Margin	Margen EBITDAR	ROE	PVL	EV/EBITDA	EV/EBITDAR	
<b>COPA HOLDINGS</b>	12,72%	25,06%	19,51%	2,50	10,45	9,14	73,1%
<b>AEROMÉXICO</b>	6,36%	25,48%	5,97%	2,17		2,72	1,1%
<b>LATAM AIRLINES</b>	5,49%	22,01%	3,11%	1,58	9,35	5,82	84,2%
<b>GOL LINHAS AÉREAS</b>	5,14%	21,70%		-0,77	6,57	3,53	119,6%
<b>Promedio compañías</b>	<b>9,57%</b>	<b>23,56%</b>	<b>9,53%</b>	<b>1,37</b>	<b>8,79</b>	<b>5,30</b>	<b>69%</b>
<b>AVIANCA HOLDINGS</b>	6,25%	20,4%	3,11%	1,09	7,77	5,12	20,1%

Fuente: elaboración propia.

Al revisar las rentabilidades de Avianca, se evidencia que éstas están por debajo del promedio, la empresa deberá trabajar en mejorar sus márgenes operacionales; sin embargo, los múltiplos: PVL, EV/EBITDA y EV/EBITDAR se encuentran por debajo del promedio. Por lo tanto, se espera una valoración de la acción; a su vez, se observa que la variación de la acción en los últimos 12 meses ha estado por debajo del crecimiento de la acción de sus compañías comparables (tabla 3).

## ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

Durante el 2016, la industria aérea mundial transportó 3.700 millones de pasajeros en todo el mundo. Pese a la inestabilidad política mundial, la incertidumbre acerca de posibles ataques terroristas y la moderada actividad económica, el mercado de transporte aéreo creció. La demanda global calculada en pasajeros por kilómetro transportados (*RPK*, por sus siglas en inglés) aumentó 6,3% frente a 2015, cifra récord que supera el promedio anual de 5,5% de los últimos diez años. Por otro lado, la capacidad (*ASK*) creció 6,2%, logrando un factor de ocupación de 80,5% (Avianca Holdings, 2017).

El mercado en Latinoamérica, continúa creciendo de manera sostenida. La demanda internacional de pasajeros creció 7,4%, la capacidad aumentó 4,8% y el factor de ocupación se situó en 81,3% (Avianca Holdings, 2017).

Algunos de los factores macroeconómicos que influyen en esta demanda de pasajeros es el crecimiento del PIB, el crecimiento de la clase media y el aumento de la población. Adicionalmente influyen las medidas regulatorias e impositivas de los gobiernos, la estabilidad en términos de ataques terroristas y, sin lugar a dudas, el precio promedio del tiquete, el cual se afecta por factores como el precio del combustible, el tipo de cambio y las tasas de interés, entre otros.

Existen diversos indicadores comúnmente utilizados en la industria aeronáutica para medir el desempeño operativo y financiero de una aerolínea. Estos son: *RPK (Revenue Passenger Kilometers)*, *ASK (Available Seat Kilometer)*, factor de ocupación, *CASK* (costo por ASK), costo por ASK sin combustible, margen EBITDAR y margen neto.

La industria aeronáutica mundial es un mercado oligopólico. Existen pocos jugadores debido a las altas barreras de entrada, los altos riesgos a los que están expuestos (volatilidad de tasa de cambio y precios de combustible) y rentabilidades no muy significativas comparadas con las de otros mercados y con los demás actores de la cadena.

La principal barrera de entrada para una aerolínea es el capital, necesario para financiar el arrendamiento o comprar las aeronaves, y para la puesta en marcha de la operación. Adicionalmente, el poder de negociación de las aerolíneas con respecto a los demás actores de la cadena (gráfico 6) (fabricantes de aeronaves, de motores y de arrendadores de aeronaves) es bajo, lo cual pone a la aerolínea en desventaja y con poca posibilidad de maniobrar con sus márgenes. Pese a la alta inversión necesaria, los retornos sobre el capital son los más bajos entre los actores de la cadena, e inclusive están por debajo del costo de capital. Se observa cómo, en los consolidadores de carga, los agentes de viaje y los servicios aeroportuarios, el ROIC está por encima del WACC (gráfico 7) (Fontur Colombia, 2016).

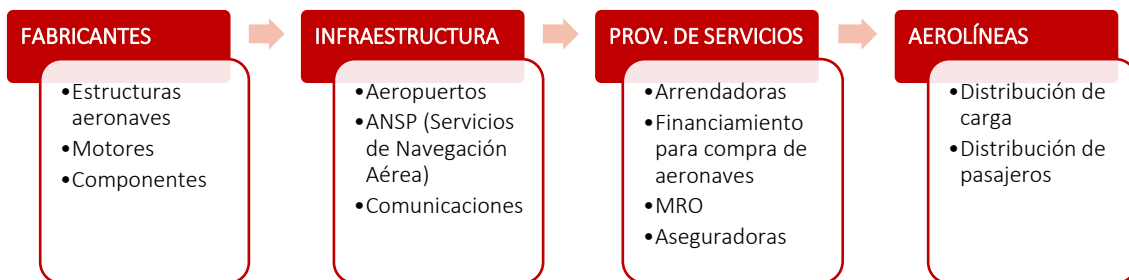


Gráfico 6. Cadena de valor del sector aéreo. Fuente: Martínez y García (2016).

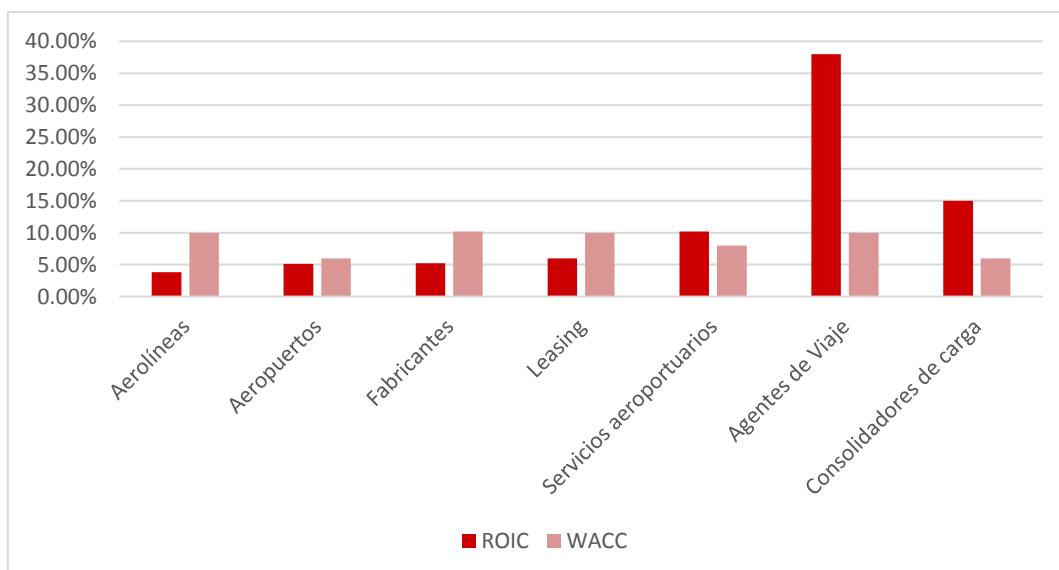


Gráfico 7. Retornos de capital en la cadena de valor del sector aéreo 2004-2011.

Fuente: Fontur Colombia (2016).

Otra barrera de entrada relevante es la especialidad del sector, el cual tiene alta intervención del Estado, altas regulaciones, complejidad para obtener certificados y concesiones de rutas. Algunos de los entes regulatorios en Colombia son: la Aerocivil, el Ministerio de Transporte, SuperTransporte, SIC, ANI, ANLA, Migración, DIAN, Concesiones Aeroportuarias, Comisión de infraestructura, CREG, Agencia Nacional de infraestructura y la Superintendencia de Industria y Comercio, entre otras (ATAC, 2014).

Dado que es un mercado estrecho en márgenes, la administración del costo es fundamental para determinar la competitividad de las aerolíneas. Se debe destacar que en estas el mayor costo directo es el del combustible, el cual representa aproximadamente el 30% de los costos directos, seguido de los costos de mantenimiento y de los de arrendamiento, con un 11% y un 9,6% respectivamente (gráfico 8).

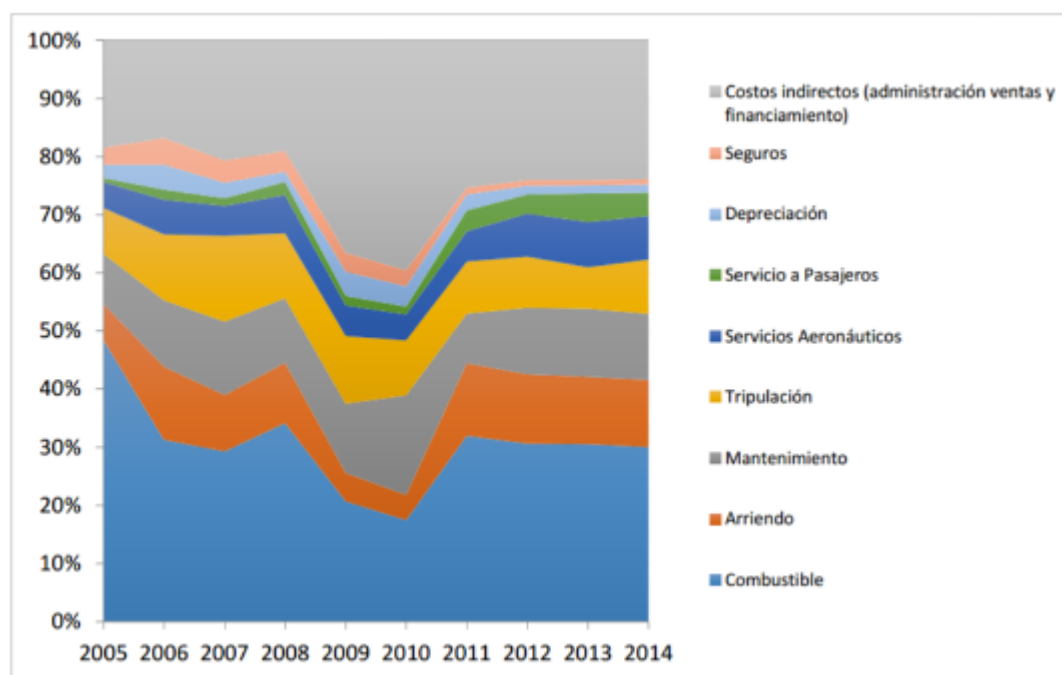


Gráfico 8. Estructura de costos de aerolíneas 2005-2014.

Fuente: ATAC (2014).

Aunque existan estas barreras de entrada, en los últimos años en Colombia se ha visto el ingreso de nuevas aerolíneas de bajo costo, siguiendo la tendencia mundial y la oportunidad que hay en el país. EasyFly llegó en el 2007, y Viva Colombia, en 2011. Este fenómeno, aunque ha hecho que el tamaño del mercado aumente, también ha conducido a que disminuya el precio del pasaje promedio, el cual entre 2011 y 2013 decreció un 17% (ATAC, 2014).

### Entorno competitivo

Avianca tiene presencia en los mercados locales de Colombia, Ecuador, Costa Rica, Nicaragua y Perú, y en rutas internacionales con destino a América del Norte, Centroamérica, América del Sur, Europa y el Caribe.

Los jugadores más relevantes en estas regiones son: Copa Airlines, Gol, Aeroméxico y Latam (tabla 4). En el mercado doméstico de Colombia, el líder es Avianca, con el 57% de participación de mercado (PM), y compite con: LAN (18,6%), Viva Colombia (12,2%), Satena (4,5%) Copa (1,4%) y otros (5,7%). En el mercado doméstico de Perú, en el cual tiene el 12% del mercado, compite con el líder, que es LAN (62,7%), Peruvian (13,2%), StarPeru (6,6%) y otros (4,8%). El mercado de Centroamérica, por su parte, se divide en dos partes casi iguales: Avianca, con el 50,2%, y Copa Airlines, con el 48,4% (Avianca Holdings, 2015).

Estos jugadores han llevado a cabo alianzas estratégicas con gigantes de la aviación del mundo, y se empieza a consolidar esta industria en la región: Latam, tras su unión con American Airlines, concretó en diciembre del año pasado la entrada de Qatar Airlines, que compró el 10% de sus acciones. Aeroméxico, otra de las grandes de la región, celebró en 2016 un acuerdo de colaboración conjunta con Delta (quien había sonado para quedarse con Avianca); además del acuerdo, el 10 de marzo de 2017 Delta compró el 36,2% de las acciones de Grupo Aeroméxico y tiene opciones de adquirir un 12,8% adicional.

Tabla 4. Análisis de competencia

Aerolínea	País	Ingresos 2016 USD	Market Cap	Operating Margin	Margen EBITDAR	ROE	ROA	Debt to Equity
<b>COPA HOLDINGS</b>	Panamá	2,20 B	4,81 B	12,72%	25,06%	19,51%	4,67%	60,99%
<b>AEROMEXICO</b>	México	2,84 B	26,3 B	6,36%	25,48%	5,97%	2,88%	264,19%
<b>LATAM AIRLINES</b>	Chile	8,99 B	7,56 B	5,49%	22,01%	3,11%	1,65%	198,68%
<b>GOL LINHAS AEREAS</b>	Brasil	2,95 B	819,33 M	5,14%	21,70%	-	3,57%	-
<b>AVIANCA HOLDINGS</b>	Panamá	4,14 B	835,92 M	6,25%	20,4%	3,11%	2,54%	233,79%

Fuente: Yahoo Finance (2017).

## DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

Avianca Holdings es una sociedad constituida en el año 2011 en Ciudad de Panamá, proporciona servicios de transporte de pasajeros y de carga, en mercados locales de Colombia, Ecuador, Costa Rica, Nicaragua y Perú, y en rutas internacionales con destino a América del Norte, Centroamérica, América del Sur, Europa y el Caribe. La compañía vuela a 105 destinos en 28 países, en los 5 continentes.

### Historia

Avianca Holdings nace de la fusión del Grupo TACA y Avianca. El Grupo TACA incluía las aerolíneas TACA International, Lacsá, TACA Perú, Aviateca, Sansa, La Costeña e Isleña. El grupo de Avianca, por su parte, incluía las empresas Avianca, Tampa Cargo y AeroGal.

Taca fue fundada en 1931 en Tegucigalpa, Honduras. Ricardo Kriete (salvadoreño) obtuvo el control de la aerolínea en 1960, la cual consolidó la industria aérea de Centroamérica, y fue en 1997 cuando se conforma el Grupo Taca. En el año 2000, se expandió a Suramérica con la marca TACA Perú.

En 1919 fue fundada la aerolínea bandera de Colombia: SCADTA (Sociedad Colombo Alemana de Transporte Aéreo), y en 1940 se constituyó AVIANCA (Aerovías Nacionales de Colombia S.A.), resultado de la integración de SCADTA y SACO (Servicio Aéreo Colombiano). En 1994 se consolida Avianca, cuando se establece una alianza estratégica entre las tres empresas más importantes del sector aeronáutico en Colombia: Avianca, SAM y HELICOL.

Tabla 5. Subsidiarias significativas incluidas en los estados financieros consolidados de Avianca Holdings

Nombre de la subsidiaria	País de Construcción	% participación 2016
Aerolíneas Galápagos, S.A., Aerogal	Ecuador	99,62%
Aerovías del Continente Americano S.A.	Colombia	99,98%
Avianca Inc.	Estados Unidos	100,00%
Avianca Leasing	Estados Unidos	0,00%
Grupo Taca Holding Limited	Bahamas	100,00%
Latin Airways B.V	Curazao	100,00%
LifeMiles B.V	Curazao	70,00%
Líneas Aéreas Costarricenses S.A.	Costa Rica	92,40%
Taca International Airlines S.A.	El Salvador	96,84%
Tampa Cargo Logistics Inc.	Estados Unidos	99,98%
Tampa Cargo S.A.S.	Colombia	99,98%
Technical and Training Services S.A.	El Salvador	99,00%
Trans American Airlines S.A.	Perú	100,00%
Vu - Masart S.A.	Costa Rica	100,00%

Fuente: Avianca Holdings (2017).

Lo anterior hace que sus ingresos provengan de diferentes regiones (gráfico 9).

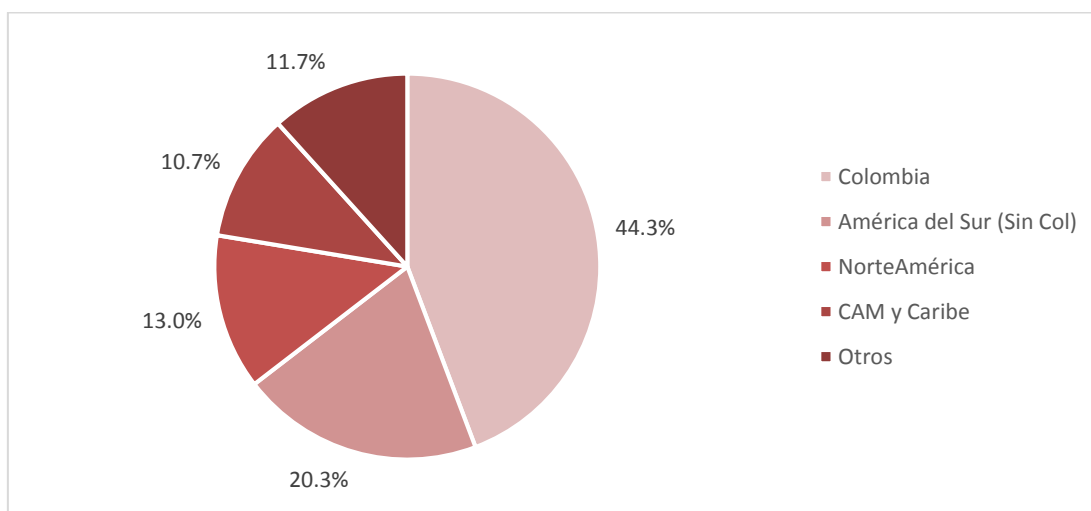


Gráfico 9. Composición por región de los ingresos de Avianca del 2016.

Fuente: Avianca Holdings (2017).

## Líneas de negocio

En el año 2016, el 20% de los ingresos provinieron de “Otros ingresos diferentes a transporte de pasajeros”.

**Transporte de pasajeros:** esta línea de inversión está conformada principalmente por diferentes aerolíneas subsidiarias, con una flota de más de 160 aeronaves, que atienden más de 105 destinos en 28 países. El transporte de pasajeros representa cerca del 80% de los ingresos consolidados de la compañía; en el 2016 se transportaron 29.479.948 pasajeros.

**Transporte de carga y correo:** dentro de esta línea de inversión, se consolida el transporte de carga de Tampa Cargo S.A., que opera como aerolínea carguera exclusiva, y el transporte de carga en aviones combinados de pasajeros y carga, y Deprisa presta servicios de mensajería expresa a través del transporte de paquetes y mercadería. Esta línea de negocio representa cerca del 10% de los ingresos consolidados de Avianca Holdings.

**Avianca Services:** esta línea de negocio se especializa en la prestación y la comercialización de servicios de aeropuerto, ingeniería, mantenimiento y entrenamiento a organizaciones del sector aeronáutico y afines.

**Avianca Tours:** a través de esta unidad de negocio, se prestan servicios de organización y comercialización de paquetes de viajes y servicios turísticos distintos al transporte aéreo.

**LifeMiles:** en el 2016 inicia operaciones como compañía separada, la cual presta servicios de administración del programa de viajero frecuente LifeMiles de las aerolíneas de pasajeros. Cuenta con más de 7 millones de miembros, con un incremento del 8,5% frente al cuarto trimestre de 2015, y tuvo un incremento del 10,6% en socios comerciales. En julio de 2015, el fondo de inversión Advent International adquiere el 30% de LifeMiles por 343,7 millones de dólares. Con esta asociación, se busca afianzar el programa y fortalecer su presencia en Colombia, Perú y Centroamérica.

## Activos estratégicos

Avianca Holdings cuenta con una flota operativa de 169 aeronaves para el transporte de pasajeros (tabla 6), 12 aeronaves para el transporte de carga, 3 centros de conexión de pasajeros (*hubs*) ubicados en Bogotá, San Salvador y Lima, y tres centros de operación carguera.

Tabla 6. Flota de Avianca a diciembre de 2016

Aeronave	Cantidad
Airbuss A318, A319, A320, A31	110
Airbus A330	9
ATR 42	2
ATR72	15
Boeing 787	10

Cessna Grand Caravan	13
Embraer E 190	10
<b>TOTAL aeronaves de pasajeros</b>	<b>169</b>

Aeronave	Cantidad
Airbus A330F	10
Boeing 767F	2
<b>TOTAL aeronaves de pasajeros</b>	<b>12</b>

Fuente: Avianca Holdings (2017).

Adicionalmente, la organización cuenta con diferentes alianzas estratégicas para prestar un servicio más integral: tiene código compartido con trece aerolíneas, tiene más de 80 convenios interlínea con aerolíneas de los cinco continentes, tres acuerdos intermodales con la compañía de trenes Renfe en España, y con las compañías de trenes Great Western Railway y de buses interurbanos National Express, en Gran Bretaña. Adicionalmente, en el 2012, la compañía ingresó a Star Alliance, la red global de aerolíneas más grande del mundo en términos de vuelos diarios, red de rutas, excelencia en el servicio y número de compañías aéreas asociadas. La alianza reúne a 28 aerolíneas de renombre internacional, que en conjunto operan más de 4.600 aeronaves, con las cuales se llevan a cabo más de 18.500 vuelos diarios a 1.321 aeropuertos en 192 países.

## Estrategia

En el 2016 cerraron el ciclo estratégico definido para los años 2010-2015, e iniciaron una redefinición de su estrategia corporativa para los próximos 3 años (2017-2020), en el cual el centro es el cliente y donde dicen estar preparándose para ser referentes de conexión del mundo con América Latina, incorporando como pieza fundamental la estrategia de digitalización de los procesos operativos, así como el uso de herramientas para desarrollar la excelencia en la atención al cliente.

En este sentido, el presidente de Avianca, Hernán Rincón, afirmó (Dinero, 2017b):

El objetivo que tenemos es de largo plazo y apunta a transformar a Avianca en una empresa digital que vuela aviones. (...) estar primero o segundo en todos los mercados donde opera, no necesariamente en tamaño, pero sí en cobertura o en satisfacción del cliente. Nosotros hoy entre Avianca Brasil y Avianca Holdings tenemos unos 240 aviones y, cuando se suma Avianca Argentina y Aeromar de México, estamos hablando de unos 320. Y el crecimiento que queremos tener en rutas y pasajeros nos dice que deberíamos ser más. Entonces es fácil vislumbrar en cinco años una Avianca con 350 o 400 aviones, que ya es una flota muy grande. (s. p.).

La *Misión* de Avianca Holdings es: “Conectamos al mundo con Latinoamérica, buscando siempre dar más” (Avianca Holdings, 2017).

La *Visión* es: “Con la mejor gente y tecnología, para una experiencia excepcional, seremos la aerolínea latinoamericana preferida en el mundo” (Avianca Holdings, 2017).

En cuanto a la matriz DOFA de la compañía, los hallazgos se presentan a continuación en la tabla 7.

Tabla 7. Matriz DOFA de Avianca Holdings

Fortalezas	Oportunidades
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Liderazgo en mercados locales: Colombia, Centroamérica.</li> <li>• Posicionamiento de marca. Trayectoria.</li> <li>• Diversificación de portafolio (20% de sus ingresos provienen de líneas de negocio diferentes al transporte de pasajeros).</li> <li>• Diversificación de geografías.</li> <li>• Programa de lealtad LifeMiles consolidado.</li> <li>• Alianzas estratégicas internacionales (miembro de Star Alliance).</li> <li>• Flota moderna (edad promedio inferior a 6 años).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Concretar una alianza estratégica con United Airlines.</li> <li>• Capitalizar la compañía.</li> <li>• Integrar operaciones para capturar sinergias con aerolíneas del Grupo Synergy: Avianca Argentina, Avianca Brasil y(o) Aeromar de México.</li> <li>• Industria aeronáutica sólida y con proyecciones de fortalecimiento.</li> </ul>
Debilidades	Amenazas
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nivel de endeudamiento.</li> <li>• Desvalorización del precio de la acción (32% en lo corrido del año).</li> <li>• Disputas entre sus accionistas mayoritarios.</li> <li>• Altos costos de operación vs. los de otras compañías del sector.</li> <li>• Los compromisos de renovación de su flota estresan la generación de su flujo de caja.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Entrada de aerolíneas de bajo costo en sus mercados locales.</li> <li>• Dependencia y volatilidad de tipo de cambio.</li> <li>• Dependencia y volatilidad de precios del petróleo.</li> <li>• Industria aeronáutica consolidándose en Latinoamérica.</li> <li>• Entrada de grandes jugadores internacionales al mercado latinoamericano.</li> </ul>

Fuente: elaboración propia.

## DESEMPEÑO DE LA ADMINISTRACIÓN Y ANTECEDENTES

Los órganos de gobierno y composición de la junta directiva se presentan a continuación (gráfico 10).

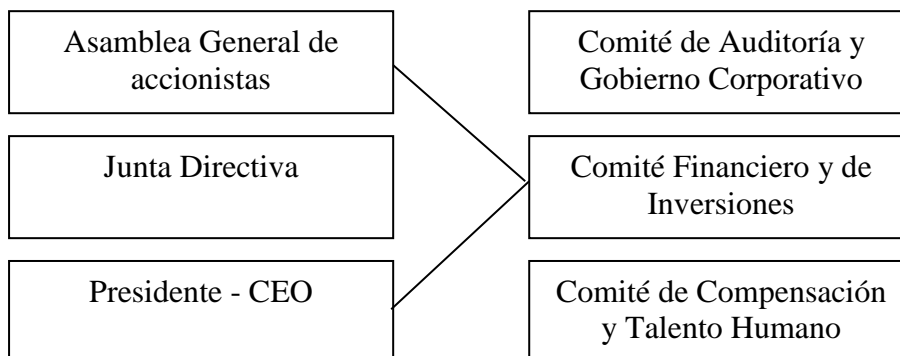


Gráfico 10. Órganos de gobierno Avianca Holdings 2016.  
Fuente: Avianca Holdings (2017).

El presidente – CEO de la organización, Hernán Rincón, quien se desempeña en este cargo desde abril de 2016, ha ocupado cargos directivos en el sector de tecnología y telecomunicaciones, en organizaciones como: Microsoft, Ferag Americas, Codelco y Grupo Unisys.

Para la revista *Dinero* (2017a), en los meses que lleva al frente de la aerolínea ha logrado concretar tres noticias positivas:

Un aumento en los ingresos de 9,3% y utilidades netas por US\$25,5 millones; la elección de la estadounidense United como socio estratégico para agregar valor a la compañía y la presencia de Avianca en varios rankings internacionales que la ubican entre las mejores de servicio al cliente –la Organización de Consumidores y Usuarios la calificó como la segunda mejor del Mundo y TripAdvisor le entregó el premio a la mejor de América Latina.

La Junta Directiva de Avianca Holdings S.A. está compuesta por diez (10) miembros principales elegidos por la Asamblea General de Accionistas, los cuales pueden ser reelegidos indefinidamente.

- Germán Efromovich (Presidente de la Junta Directiva)
- Roberto José Kriete
- José Efromovich
- Alexander Bialer
- Raúl Campos
- Isaac Yanovich
- Álvaro Jaramillo
- Juan Guillermo Serna
- Ramiro Valencia
- Óscar Darío Morales

## ANÁLISIS DEL ACCIONISTA

El capital social de Avianca Holdings está representado en 660.800.003 acciones ordinarias con derecho a voto y 40.507.917 acciones preferenciales sin derecho a voto, que representan un total de 1.001.307.920 acciones en circulación.

Del 100% de las acciones en circulación, el 34,01%, que corresponden a 340.507.917 acciones, son acciones sin derecho a voto y con dividendo preferencial. De este porcentaje, el 13,60% se negocia en la Bolsa de Valores de Nueva York, en forma de ADR (*American Depositary Shares*), cada ADR representa 8 acciones preferenciales y el 20,41% se negocia en la Bolsa de Valores de Colombia.

Del 100% de las acciones ordinarias con derecho a voto, el 78,09% son propiedad de Synergy Aerospace Corp., una sociedad incorporada en Panamá, cuyos beneficiarios finales son los hermanos Germán y José Efromovich, y el 21,91% son propiedad de Kingsland Holdings Limited, una sociedad incorporada en Bahamas, cuyos beneficiarios finales son Roberto Kriete y su familia.

*Germán Efromovich*, presidente de la Junta Directiva, nació en Bolivia, se educó en Brasil y es colombiano por adopción. Desde 1977 ha desarrollado múltiples negocios alrededor

del mercado petrolero en Brasil, hace más de 35 años conformó lo que hoy se conoce como Grupo Synergy, conglomerado empresarial con negocios diversificados como inversiones en hidrocarburos y energía, construcción naval, servicios de petróleo e inspecciones técnicas, radioquímica, radio-fármacos, agricultura y aviación (Avianca Holdings (2017)).

*José Efromovich*, nacido en Bolivia y educado en Brasil, obtuvo la nacionalidad colombiana en 2008. En 1977 se independizó y se involucró en diferentes actividades empresariales, principalmente relacionadas con el campo de la medicina. Desde hace 35 años participa en el desarrollo y expansión de diferentes compañías del Grupo Synergy (Avianca Holdings, 2017).

*Roberto José Kriete*, nació en El Salvador, es presidente de la Compañía de Inversiones del Grupo Kriete, que administra inversiones locales e internacionales en aviación, bienes raíces, agroindustria y hoteles, entre otros. Se ha desempeñado también como Director de la Escuela Superior de Economía y Negocios (ESEN) en El Salvador, Director Suplente del Consejo de Administración del Hotel Real Intercontinental de El Salvador, Presidente de la Fundación Gloria de Kriete y de Ágape. Miembro del Consejo Directivo de TELMEX Internacional y del Instituto Carso para la Salud de la Fundación Carlos Slim. Fundador y miembro del Consejo Directivo de la línea aérea Volaris de México, y como Presidente de la Junta Directiva de la sociedad Taca International Airlines, S.A. hasta agosto de 2015 (Avianca Holdings, 2017).

Tabla 8. Composición accionaria Avianca Holdings a diciembre 31 de 2016

Nº	Accionista	Acciones ordinarias	Acciones preferenciales	Total de acciones	Total % de participación
1	Synergy Aerospace Corp	516.000.000		516.000.000	51,53
3	Kingsland Holdings Limited	144.800.003		144.800.003	14,46
2	Avianca Holdings S.A ADR Program		136.146.424	136.146.424	13,60
4	Fondo de pensiones obligatorias Protección moderado		19.427.680	19.427.680	1,94
5	Fondo de pensiones obligatorias Porvenir moderado		12.889.725	12.889.725	1,29
6	Fondo Bursátil Ishares Colcap		10.452.536	10.452.536	1,04
7	Fondo de pensiones obligatorias Colfondos moderado		5.604.968	5.604.968	0,56
8	Norges Bank-CB New York		5.070.981	5.070.981	0,51
9	Fidubogotá - PA PLAN NCENTI AVIANCA TACA HOLDING		4.320.632	4.320.632	0,43
10	Fondo de cesantías Porvenir		4.282.456	4.282.456	0,43
11	Vanguard Emerging Markets Stock Index Fund		3.841.682	3.841.682	0,38
12	Vanguard Total International Stock Index Fund		3.815.061	3.815.061	0,38
13	Fondo de cesantías Protección Largo Plazo		3.303.162	3.303.162	0,33
14	Banco BTG Pactual SA Cayman Branch APT		3.184.984	3.184.984	0,32
15	The Emerging Markets Small CAP Series of the DFA I		2.637.267	2.637.267	0,26
16	Fondo Bursátil Horizons Colombia Select de S&P		2.631.769	2.631.769	0,26
17	Bancard International Investment INC		2.091.881	2.091.881	0,21
18	Almazara S.A.S		2.073.757	2.073.757	0,21
19	Globalx/Interbolsa FTSE Colombia 20 ETF		2.043.031	2.043.031	0,20
20	Fondo de pensiones obligatorias Protección Mayor R		1.934.161	1.934.161	0,19
	Otros		114.755.760	114.755.760	11,46
	<b>Total Acciones en circulación</b>	<b>660.800.003</b>	<b>340.507.917</b>	<b>1.001.307.920</b>	<b>100,00</b>
	Acciones readquiridas				-
	<b>Total Acciones suscritas y pagadas</b>	<b>660.800.003</b>	<b>340.507.917</b>	<b>1.001.307.920</b>	<b>100,00</b>

Fuente: Avianca Holdings (2017).

## RIESGOS DE INVERSIÓN

Los dos principales riesgos a los que se expone la compañía son la volatilidad del tipo de cambio y la del precio del petróleo.

Las devaluaciones del peso colombiano frente al dólar afectan negativamente los resultados consolidados de la compañía debido a que reporta sus estados financieros en dólares. Las fluctuaciones de esta moneda impactan los costos de importación de combustible, el arrendamiento de aeronaves, el mantenimiento y el servicio a la deuda, entre otros. Además, cuando hay devaluación de las monedas, los viajeros en Colombia podrían disminuir la frecuencia de vuelos hacia el exterior o cambiar los destinos internacionales por nacionales.

Los ingresos provenientes de Colombia en pesos colombianos, de 2016 vs. 2015, crecieron 10,7%; pero, dada la devaluación, los ingresos en dólares decrecieron 0,5%. Avianca administra la exposición a este riesgo realizando coberturas de contratos de futuro de moneda y *swaps* de divisas cruzadas.

El precio del combustible Jet está altamente relacionado con los cambios en el precio del petróleo. Según análisis de sensibilidad que ha realizado la compañía, encontraron que ante un cambio en un 1% en los precios del combustible Jet, las ganancias o pérdidas del año aumentan o disminuyen en COP\$7.815 por galón. Avianca utiliza instrumentos derivados para minimizar las fluctuaciones no previstas.

Otros riesgos a los que está expuesta la compañía son los financieros y los operativos.

### Riesgos financieros

- **Riesgo de tasa de interés:** principalmente por las obligaciones financieras con bancos y arrendadores de aeronaves. Avianca mitiga estos riesgos por medio de una mezcla de tasas fijas y flotantes sobre los préstamos y los arrendamientos, y realizando *swaps* de tasas de interés y opciones.
- **Riesgo de liquidez:** es el riesgo de que la compañía no pueda cumplir con sus obligaciones financieras al momento de su vencimiento. La forma que se usa en Avianca para minimizar este riesgo es asegurando la liquidez por medio de proyecciones de su flujo de caja, para garantizar los recursos necesarios y no incurrir en pérdidas inaceptables o en poner en riesgo la reputación de la compañía.
- **Riesgo crediticio:** es el riesgo al que se expone la empresa, de que un cliente o una contraparte de un instrumento financiero no cumpla con sus obligaciones contractuales. La administración no espera que ninguna contraparte incumpla con sus obligaciones contractuales. Avianca no está expuesta a concentraciones significativas de riesgo crediticio, puesto que la mayoría de sus cuentas por cobrar surgen por ventas de tiquetes a personas individuales, y son a corto plazo, e inclusive pagados por anticipado.

### Riesgos operativos

- **Riesgo sindical:** aproximadamente un 22% de los pilotos pertenecen a asociaciones sindicales. Avianca cuenta con 15 sindicatos, 7 de ellos en Colombia: Unión Nacional de Trabajadores de Avianca, Unión Nacional de Trabajadores de la Industria Aérea, Asociación Nacional de Auxiliares de Vuelo, Asociación Civil Colombiana de Aviadores, Asociación Nacional de Mecánicos de Aviones, Asociación Colombiana de ingenieros aeronáuticos y Unión Colombiana de Trabajadores del Transporte Aéreo. También hay empleados cubiertos por asociaciones sindicales en Argentina (2), Uruguay (1), México (1), Perú (2), Brasil (1) y Ecuador (1).

## EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y PROYECCIONES FINANCIERAS

### 1. Supuestos de operación

- **Ventas estimadas**

Los ingresos provenientes del transporte de pasajeros se estimaron teniendo en cuenta el promedio de crecimiento del número de pasajeros en los últimos 3 años (6,12%) y adicionando el crecimiento del PIB esperado en las regiones donde tiene presencia (1,75% para 2017). Los ingresos de carga y otros servicios, se calcularon partiendo del promedio de crecimiento de los últimos 3 años (tabla 9) (gráfico 11).

Tabla 9. Proyección de crecimiento de ingresos

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
<b>Crecimiento ingresos pasajeros</b>	7,9%	8,7%	9,0%	8,9%	8,9%
<b>Crecimiento carga y otros</b>	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%

Fuente: elaboración propia.

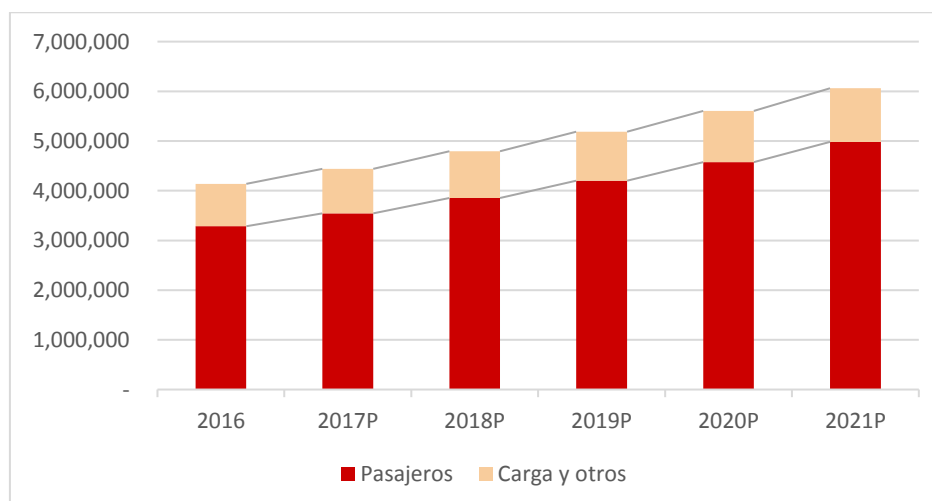


Gráfico 11. Proyección de ingresos operacionales

Fuente: elaboración propia.

• **Gastos operacionales**

En general, los gastos se proyectaron de acuerdo con el promedio del peso que representan con respecto a los ingresos. En los gastos de operaciones de vuelo, servicio de pasajeros y mantenimiento y reparaciones se espera una mejora gradual por eficiencias, dada la renovación de flota y la puesta en marcha del Centro Aeronáutico de Mantenimiento, Reparación y Revisión (MRO) en Rionegro (tabla 10) (gráfico 12).

El gasto de arrendamiento de aeronaves representa aproximadamente el 8% de las ventas, y se proyectó con base en el promedio de crecimiento de los últimos tres años (4,8%).

El gasto de combustible de aeronaves es el más representativo de Avianca (19% de los ingresos en 2016). Este gasto tiene una relación directa con el precio del WTI. Para su estimación, se tuvo en cuenta la correlación que tuvieron estas dos variables durante el período 2013-2016 (0,96), y se multiplicó este valor por la variación esperada del precio de WTI en los próximos 5 años.

Tabla 10. Proyección de crecimiento de los gastos operacionales

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Crecimiento gastos operacionales	5,0%	6,9%	9,2%	7,3%	7,3%
Crecimiento combustible aeronaves	19,7%	5,3%	14,9%	6,5%	6,6%
Crecimiento arrendamiento aeronaves	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%

Fuente: elaboración propia.

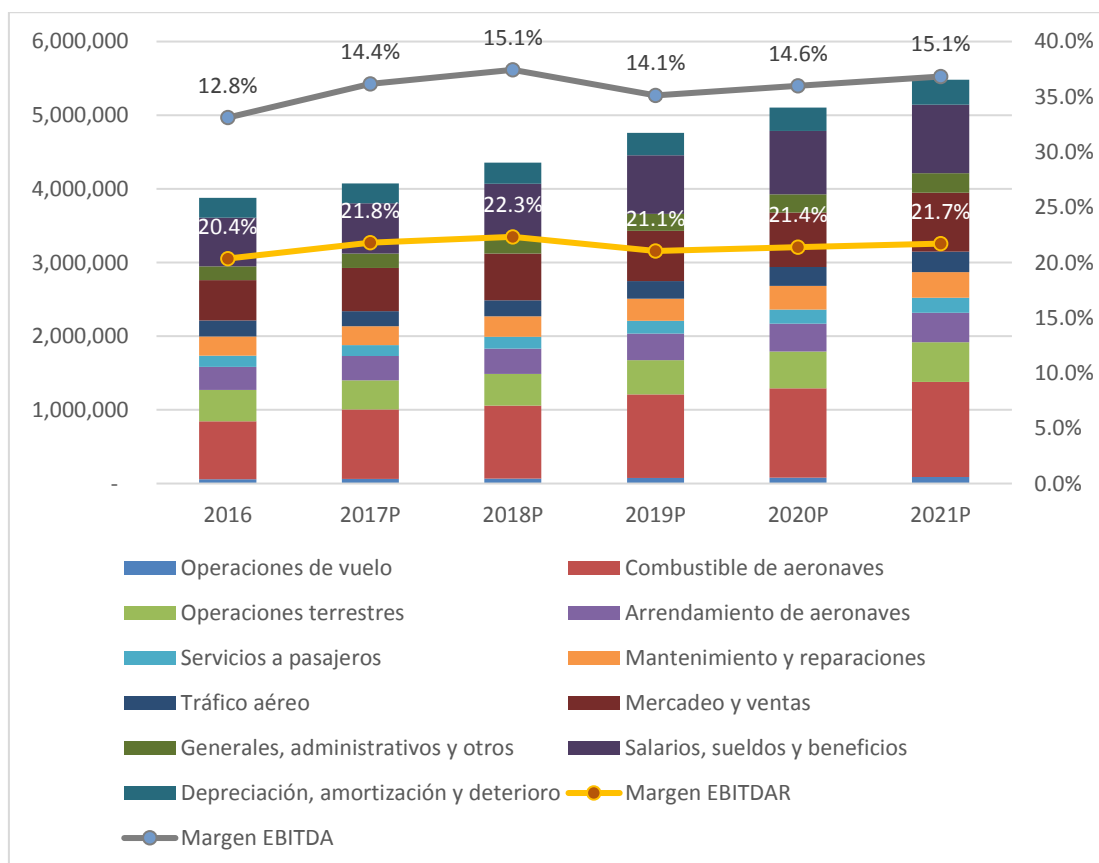


Gráfico 12. Proyección de los gastos operacionales. Fuente: elaboración propia.

## 2. Supuestos de inversión

- CAPEX y activos fijos

Avianca tiene un plan de renovación de su flota, el cual re negoció en abril 2016 para reducir su cronograma de entrega de aeronaves para los próximos 5 años (tabla 11).

Tabla 11. Compromisos futuros de adquisición de aeronaves

Compañía	Órdenes de Compra	Familia	Fechas programadas
Airbus	137	A320	2017-2025
Boeing	5	B787-8	2017-2019
German Aviation Capital	1	A300F	2017

Fuente: Informe de Gestión 2016 Avianca Holdings S.A. (2017).

Estos compromisos adquiridos generan las obligaciones de pagos a futuro (tabla 12)

Tabla 12. Obligaciones de pagos futuros, dados los compromisos adquiridos

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Anticipos	107.309	104.665	222.320	224.093	224.093
Compromisos por adquisición de aeronaves	818.527	512.940	1.106.553	1.106.553	886.143

Fuente: Informe de Gestión 2016 Avianca Holdings S.A. (2017).

Sin embargo, no todos estos compromisos son llevados al Capex: se estimó que el 20% de los compromisos adquiridos serán parte del CPAEX (tabla 13).

Tabla 13. Proyección Capex por renovación de flota

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
% que va al Capex	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Capex renovación de flota	271.014	207.253	443.631	445.404	401.322
Capex / ingresos	6,1%	4,3%	8,6%	7,9%	6,6%

Fuente: elaboración propia.

## 3. Capital de trabajo

El capital de trabajo se proyectó de acuerdo al promedio de días de los últimos cuatro años de cada una de las cuentas del capital de trabajo (tabla 14).

Tabla 14. Proyección del capital de trabajo

	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Días de cuentas por cobrar	37,0	37,0	36,0	36,0	36,0	36,0
Días de inventarios	7,2	5,5	4,5	4,5	4,5	4,5
Días de cuentas por pagar	43,92	43,9	43,9	43,9	43,9	43,9

	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Cuentas por cobrar	425.199	456.201	479.084	518.383	560.296	605.931
Inventarios	82.362	67.698	59.757	64.659	69.886	75.579
Menos: cuentas por pagar	504.912	541.726	584.707	632.669	683.823	739.519
<b>KTNO</b>	<b>2.649</b>	<b>(17.827)</b>	<b>(45.866)</b>	<b>(49.628)</b>	<b>(53.641)</b>	<b>(58.010)</b>
<b>Δ KTNO</b>	<b>65.115</b>	<b>(20.476)</b>	<b>(28.039)</b>	<b>(3.762)</b>	<b>(4.013)</b>	<b>(4.369)</b>

Fuente: elaboración propia.

#### 4. Hipótesis financieras

Uno de los objetivos de Avianca es volver más liviana su estructura de capital. Se proyecta una disminución considerable de su deuda financiera, a su vez que se mantienen los niveles de caja de USD\$350.000.000, que, según se informan en las notas a los estados financieros, es la caja necesaria para operar (tabla 15) (gráfico 13).

Tabla 15. Proyección de caja, deuda e indicadores

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Caja	353.064	372.051	338.888	349.116	309.767
Nuevos créditos	105.571	-	170.000	674.000	-
Deuda financiera	2.871.495	2.487.971	2.123.136	1.253.221	1.002.577
Deuda financiera / EBITDAR	3,0 X	2,3 X	1,9 X	1,0 X	0,8 X

Fuente: elaboración propia.

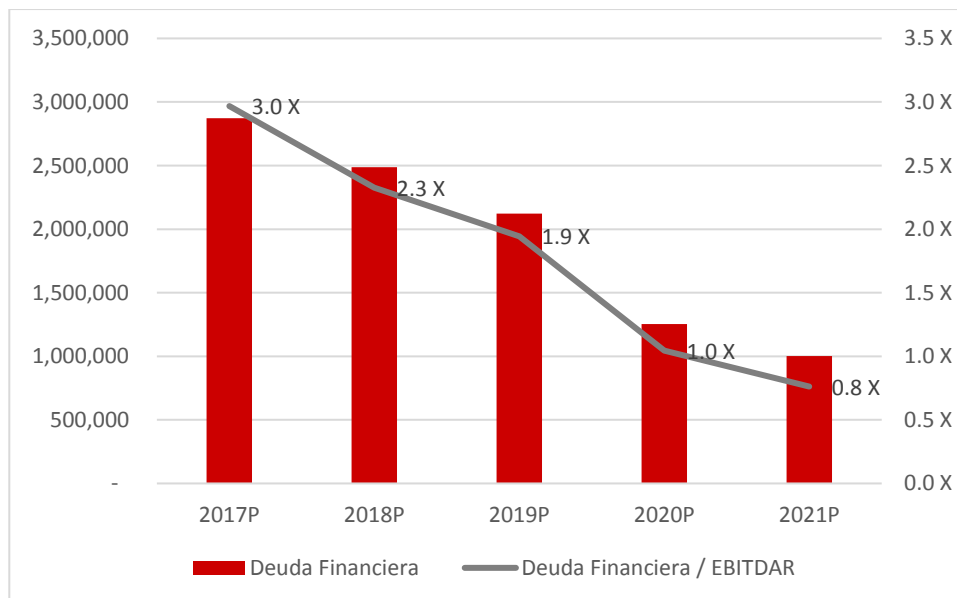


Gráfico 13. Proyección deuda financiera y deuda financiera / EBITDAR

Fuente: elaboración propia.

Lo que lleva a una mejora considerable en su estructura de capital (gráfico 14).

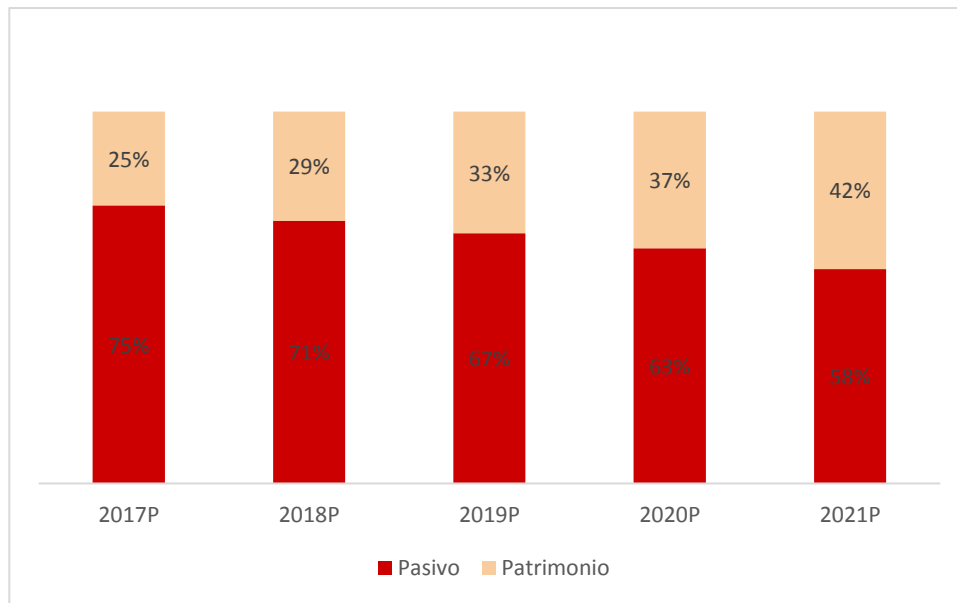


Gráfico 14. Proyección de la estructura de capital de Avianca Holding.

Fuente: elaboración propia.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Asociación del Transporte Aéreo en Colombia – ATAC (2014). *Estudio de Competitividad: retos y desafíos del Sector aéreo en Colombia 2014-2018*. Disponible en <https://www.atac.aero/presentaciones>
- Avianca Holdings (2017). *Informe de Gestión 2016 Avianca Holdings S.A.* Disponible en <https://goo.gl/9oPMYz>
- Avianca Holdings (2015). *Informe Anual 2015 Avianca Holdings S.A.* Disponible en [http://www.aviancaholdings.com/images/kit\\_inv/Informe\\_Anual\\_Avianca\\_Holdings\\_2015\\_FINAL.pdf](http://www.aviancaholdings.com/images/kit_inv/Informe_Anual_Avianca_Holdings_2015_FINAL.pdf)
- Dinero (2 de enero, 2017a). Avianca adelanta la negociación de su alianza con United Airlines. Disponible en <http://www.dinero.com/economia/articulo/avianca-anuncia-negociaciones-con-united-airlines/241511>
- Dinero (6 de agosto, 2017b). Este es el plan de vuelo de Avianca para 2017. Disponible en <http://www.dinero.com/edicion-impres/negocios/articulo/hernan-rincon-en-avianca-y-su-plan-empresarial-2017/246278>
- González, M. C. (6 de abril, 2017). ‘La alianza con Avianca es la puerta para continuar la expansión en el país’: United Airlines. *Portafolio*. Disponible en <http://www.portafolio.co/negocios/empresas/united-airlines-habla-sobre-su-alianza-con-avianca-504787>
- Grupo Aval (12 de julio, 2017). Portal Financiero. Consultado en <https://www.grupoaval.com/wps/portal/grupo-aval/aval/portal-financiero>
- Martínez O., A., y García R., H. (2016). Competitividad en el Transporte aéreo en Colombia. Informe final de Fedesarrollo a Fontur. *Fedesarrollo*. Bogotá: Fontur Colombia y MinTic. Disponible en <http://www.repository.fedesarrollo.org.co/handle/11445/3280>
- Yahoo Finance (2017). Portal Financiero. Consultado en <https://finance.yahoo.com/quote/AVH?p=AVH>



### Avianca Holdings

	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
<b>Ingresos operacionales</b>									
Pasajeros	3.862.397	3.862.721	3.458.017	3.285.217	3.545.989	3.855.333	4.203.451	4.575.563	4.982.640
Carga y otros	747.207	840.850	903.324	853.121	894.084	937.014	982.005	1.029.157	1.078.573
<b>Total ingresos operacionales</b>	<b>4.609.604</b>	<b>4.703.571</b>	<b>4.361.341</b>	<b>4.138.338</b>	<b>4.440.073</b>	<b>4.792.347</b>	<b>5.185.457</b>	<b>5.604.720</b>	<b>6.061.213</b>
<b>Gastos operacionales</b>									
Operaciones de vuelo	82.872	56.695	58.069	58.381	63.775	68.834	74.481	80.503	87.060
Combustible de aeronaves	1.325.763	1.345.755	1.006.792	785.273	940.270	989.681	1.137.255	1.211.183	1.291.199
Operaciones terrestres	343.812	397.625	412.382	426.203	395.905	427.316	462.369	499.753	540.457
Arrendamiento de aeronaves	273.643	299.220	317.505	314.493	329.703	345.649	362.365	379.891	398.264
Servicios a pasajeros	143.512	154.464	149.292	151.718	149.703	161.580	174.835	188.971	204.362
Mantenimiento y reparaciones	188.659	268.894	309.719	260.703	257.643	277.605	299.858	323.542	349.288
Tráfico aéreo	180.140	206.151	202.980	218.965	202.423	218.483	236.405	255.519	276.331
Mercadeo y ventas	584.468	605.674	612.775	545.318	585.908	632.394	684.268	739.594	799.832
Generales, administrativos y otros	257.273	165.172	176.195	187.560	196.085	211.643	229.003	247.519	267.679
Salarios, sueldos y beneficios	674.951	725.793	666.084	661.708	680.831	734.848	795.127	859.415	929.413
Depreciación, amortización y deterioro	169.580	198.660	230.732	269.546	272.510	289.694	303.245	330.763	358.509
<b>Total gastos operacionales</b>	<b>4.224.673</b>	<b>4.424.103</b>	<b>4.142.525</b>	<b>3.879.868</b>	<b>4.074.756</b>	<b>4.357.728</b>	<b>4.759.211</b>	<b>5.116.653</b>	<b>5.502.392</b>
<b>Utilidad de operación</b>	<b>384.931</b>	<b>279.468</b>	<b>218.816</b>	<b>258.470</b>	<b>365.317</b>	<b>434.619</b>	<b>426.246</b>	<b>488.066</b>	<b>558.820</b>
Gastos por intereses	(113.330)	(133.989)	(169.407)	(172.630)	(162.750)	(148.010)	(127.991)	(117.354)	(105.222)
Ingresos por intereses	11.565	17.099	19.016	13.054	15.161	16.364	17.707	19.138	20.697
Instrumentos derivados	(11.402)	5.924	626	3.321	(298)	(321)	(347)	(376)	(406)
Diferencia en cambio	23.517	10.272	(177.529)	(23.939)					
<b>Utilidad (pérdida) antes de impuesto de renta</b>	<b>295.281</b>	<b>178.774</b>	<b>(108.478)</b>	<b>78.276</b>	<b>217.430</b>	<b>302.652</b>	<b>315.614</b>	<b>389.475</b>	<b>473.890</b>
Gasto impuesto sobre la renta - corriente	(40.296)	(33.781)	(17.280)	(27.448)	(49.000)	(68.206)	(71.127)	(87.773)	(106.796)
Gasto impuesto sobre la renta - diferido	(6.164)	(16.499)	(13.748)	(6.642)	(14.352)	(19.977)	(20.832)	(25.708)	(31.280)
<b>Total gasto por impuesto sobre la renta</b>	<b>(46.460)</b>	<b>(50.280)</b>	<b>(31.028)</b>	<b>(34.090)</b>	<b>(63.352)</b>	<b>(88.183)</b>	<b>(91.959)</b>	<b>(113.480)</b>	<b>(138.076)</b>
<b>Utilidad (pérdida) neta del año</b>	<b>248.821</b>	<b>128.494</b>	<b>(139.506)</b>	<b>44.186</b>	<b>154.078</b>	<b>214.470</b>	<b>223.654</b>	<b>275.995</b>	<b>335.814</b>

Balance general. Miles de dólares ('000. USD)

Avianca Holdings	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
<b>ACTIVO</b>									
<b>Activo corriente</b>									
Efectivo y equivalentes de efectivo	735.577	639.310	479.381	375.753	353.064	372.051	338.888	349.116	309.767
Efectivo restringido	23.538	1.987	5.397	5.371	5.371	5.371	5.371	5.371	5.371
Inversiones disponibles para la venta		1.218			-	-	-	-	-
Cuentas por cobrar, neto de estimación para cuentas de cobro dudoso	276.963	356.060	279.620	313.868	338.311	356.353	387.338	420.384	456.364
Cuentas por cobrar por partes relacionadas	26.425	31.267	23.073	19.283	21.295	22.781	25.332	28.052	31.015
Repuestos no reparables y suministros, neto de provisión por obsolescencia	53.158	64.844	68.768	82.362	67.698	59.757	64.659	69.886	75.579
Gastos pagados por anticipado	46.745	60.453	45.708	59.725	59.725	59.725	59.725	59.725	59.725
Activos mantenidos para la venta	7.448	1.369	3.323		-	-	-	-	-
Depósitos y otros activos	125.334	168.994	130.724	160.124	160.124	160.124	160.124	160.124	160.124
<b>Total activo corriente</b>	<b>1.295.188</b>	<b>1.325.502</b>	<b>1.035.994</b>	<b>1.016.486</b>	<b>1.005.588</b>	<b>1.036.162</b>	<b>1.041.436</b>	<b>1.092.659</b>	<b>1.097.944</b>
<b>Activo no corriente</b>									
Inversiones disponibles para la venta	14.878	237	793	76	76	76	76	76	76
Depósitos y otros activos	189.176	216.763	246.486	174.033	174.033	174.033	174.033	174.033	174.033
Cuentas por cobrar, neto de estimación para cuentas de cobro dudoso	32.441	41.090	59.713	92.048	96.484	99.759	105.383	111.380	117.911
Cuentas por cobrar por partes relacionadas		6.167			110	191	331	479	641
Activos intangibles	363.103	425.369	413.766	412.918	435.651	458.383	481.116	503.849	526.581
Impuesto diferido activo	50.893	39.936	5.847	5.845	5.845	5.845	5.845	5.845	5.845
Propiedades y equipo, neto	3.233.358	4.130.265	4.599.346	4.649.929	4.527.271	4.325.430	4.348.381	4.347.683	4.277.440
<b>Total activo no corriente</b>	<b>3.883.849</b>	<b>4.859.827</b>	<b>5.325.951</b>	<b>5.334.849</b>	<b>5.239.470</b>	<b>5.063.717</b>	<b>5.115.164</b>	<b>5.143.345</b>	<b>5.102.527</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>5.179.037</b>	<b>6.185.329</b>	<b>6.361.945</b>	<b>6.351.335</b>	<b>6.245.059</b>	<b>6.099.879</b>	<b>6.156.600</b>	<b>6.236.004</b>	<b>6.200.471</b>
<b>PASIVO</b>									
<b>Pasivo corriente</b>									
Porción corriente de deuda a largo plazo	314.165	459.059	412.884	406.739	356.709	309.066	263.745	155.680	124.544
Cuentas por pagar	509.129	528.356	480.592	493.106	528.614	570.070	616.331	665.670	719.390
Cuentas por pagar con partes relacionadas	7.553	18.552	9.449	9.072	9.847	10.752	11.762	12.839	14.012
Gastos acumulados	134.938	176.087	118.192	138.797	138.797	138.797	138.797	138.797	138.797

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

## Balance general. Miles de dólares ('000. USD)

Provisión para litigios	14.984	14.157	13.386	18.516	18.516	18.516	18.516	18.516	18.516
Provisión para condiciones de retorno	33.033	61.425	52.636	53.116	53.116	53.116	53.116	53.116	53.116
Beneficios de empleados	52.392	48.699	32.876	39.581	39.581	39.581	39.581	39.581	39.581
Ingresos diferidos por transporte no devengado	564.605	455.527	433.575	521.190	521.190	521.190	521.190	521.190	521.190
Otros pasivos	27.432	127.496	12.691	11.085	11.085	11.085	11.085	11.085	11.085
<b>Total pasivo corriente</b>	<b>1.658.231</b>	<b>1.889.358</b>	<b>1.566.281</b>	<b>1.691.202</b>	<b>1.677.455</b>	<b>1.672.173</b>	<b>1.674.123</b>	<b>1.616.475</b>	<b>1.640.232</b>
<b>Pasivos no corriente</b>									
Deuda a largo plazo	1.951.330	2.712.931	3.060.110	2.867.496	2.514.786	2.178.905	1.859.391	1.097.541	878.033
Cuentas por pagar	2.735	22.610	3.599	2.734	3.265	3.884	4.576	5.314	6.117
Provisión para condiciones de retorno	56.065	72.587	109.231	120.822	120.822	120.822	120.822	120.822	120.822
Beneficios de empleados	276.284	170.177	127.720	115.569	115.569	115.569	115.569	115.569	115.569
Pasivo por impuesto diferido	7.940	15.760	13.475	20.352	20.352	20.352	20.352	20.352	20.352
Ingresos diferidos por transporte no devengado		85.934	93.519	98.088	98.088	98.088	98.088	98.088	98.088
Otros pasivos no corrientes	11.706	8.467	15.375	14.811	14.811	14.811	14.811	14.811	14.811
Nuevos créditos					105.571	86.465	236.404	858.575	682.176
<b>Total pasivo no corriente</b>	<b>2.306.060</b>	<b>3.088.466</b>	<b>3.423.029</b>	<b>3.239.872</b>	<b>2.993.264</b>	<b>2.638.897</b>	<b>2.470.014</b>	<b>2.331.071</b>	<b>1.935.967</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>3.964.291</b>	<b>4.977.824</b>	<b>4.989.310</b>	<b>4.931.074</b>	<b>4.670.719</b>	<b>4.311.070</b>	<b>4.144.137</b>	<b>3.947.545</b>	<b>3.576.199</b>
<b>PATRIMONIO</b>									
Acciones comunes	83.225	82.600	82.600	82.600	82.600	82.600	82.600	82.600	82.600
Acciones preferentes	41.398	42.023	42.023	42.023	42.023	42.023	42.023	42.023	42.023
Capital adicional pagado en acciones comunes	236.342	234.567	234.567	234.567	234.567	234.567	234.567	234.567	234.567
Capital adicional pagado en acciones preferentes	467.498	469.273	469.273	469.273	469.273	469.273	469.273	469.273	469.273
Utilidades retenidas	351.102	346.923	507.132	544.681	698.759	913.229	1.136.883	1.412.878	1.748.692
Revaluación y otras reservas	28.857	24.550	18.394	27.365	27.365	27.365	27.365	27.365	27.365
Participación no controladora	6.324	7.569	18.646	19.752	19.752	19.752	19.752	19.752	19.752
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>1.214.746</b>	<b>1.207.505</b>	<b>1.372.635</b>	<b>1.420.261</b>	<b>1.574.339</b>	<b>1.788.809</b>	<b>2.012.463</b>	<b>2.288.458</b>	<b>2.624.272</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>5.179.037</b>	<b>6.185.329</b>	<b>6.361.945</b>	<b>6.351.335</b>	<b>6.245.059</b>	<b>6.099.879</b>	<b>6.156.600</b>	<b>6.236.004</b>	<b>6.200.471</b>

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Avianca Holdings	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
<b>Flujo de efectivo por actividades de operación</b>								
Utilidad (pérdida) del año	128.494	(139.506)	44.186	154.078	214.470	223.654	275.995	335.814
Ajustes por:								
Depreciación y amortización	198.660	230.732	269.546	272.510	289.694	303.245	330.763	358.509
Gasto (ingreso) por pagos basados en acciones	(2.540)	(1.121)	1.111	-	-	-	-	-
Pérdida (ganancia) por disposición de activos	(6.528)	8.670	10.256	-	-	-	-	-
Valuación de instrumentos derivados	(4.616)	5.327	(4.290)	-	-	-	-	-
Ingresos por intereses	(17.099)	(19.016)	(13.054)	(15.161)	(16.364)	(17.707)	(19.138)	(20.697)
Gastos por intereses	133.989	169.407	172.630	162.750	148.010	127.991	117.354	105.222
Impuesto diferido	16.499	13.748	6.642	-	-	-	-	-
Impuesto corriente	33.781	17.280	27.448	-	-	-	-	-
Diferencial cambiario por conversión	(10.272)	177.529	23.939	-	-	-	-	-
Cambios en:								
Cuentas por cobrar	(151.391)	(39.043)	(62.550)	(31.002)	(22.883)	(39.299)	(41.913)	(45.635)
Repuestos no reparables y suministros	(12.456)	(3.154)	(13.593)	14.664	7.941	(4.902)	(5.228)	(5.692)
Gastos pagados por anticipado	(9.321)	10.357	(14.017)	-	-	-	-	-
Depósitos y otros activos	(67.849)	181	28.050	-	-	-	-	-
cuentas por pagar y gastos acumulados	73.755	(25.969)	40.217	36.814	42.980	47.963	51.154	55.696
Ingresos diferidos por transporte no devengado	(17.554)	(23.879)	89.187	-	-	-	-	-
Provisiones para condiciones de retorno	42.786	32.217	11.387	-	-	-	-	-
Beneficios de empleados	(27.878)	(11.996)	(8.929)	-	-	-	-	-
Impuesto sobre la renta	(43.330)	(38.762)	(40.212)	-	-	-	-	-
<b>Efectivo neto provisto por actividades de operación</b>	<b>257.130</b>	<b>363.002</b>	<b>567.954</b>	<b>594.654</b>	<b>663.848</b>	<b>640.946</b>	<b>708.986</b>	<b>783.216</b>
<b>Flujo de efectivo por actividades de inversión</b>								
Títulos valores disponibles para la venta		7.043	170	-	-	-	-	-
Efectivo restringido	21.551	(10.815)	7.422	-	-	-	-	-
Intereses cobrados	13.384	9.009	8.606	-	-	-	-	-
Anticipos en contratos de compra de aeronaves	(169.284)	(220.920)	(78.523)	(107.309)	(104.665)	(222.320)	(224.093)	(224.093)
Adquisiciones de propiedades y equipo	(130.313)	(156.655)	(210.772)	(185.906)	(126.550)	(247.238)	(249.334)	(207.535)
Redención (inversión en) de certificados de depósitos cambiarios	(9.248)	(32.087)	32.709	-	-	-	-	-

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Adquisición de activos intangibles	(29.682)	(16.856)	(21.660)	(22.733)	(22.733)	(22.733)	(22.733)	(22.733)
Flujo de efectivo neto por adquisición de subsidiaria	(9.968)			-	-	-	-	-
Procedente de la venta de propiedades y equipo	65.985	90.625	143.362	143.362	143.362	143.362	143.362	143.362
Procedente de la venta de inversiones	686	165	296	-	-	-	-	-
<b>Efectivo neto usado en actividades de Inversión</b>	<b>(246.889)</b>	<b>(330.491)</b>	<b>(118.390)</b>	<b>(172.585)</b>	<b>(110.585)</b>	<b>(348.929)</b>	<b>(352.798)</b>	<b>(310.998)</b>
<b>Flujo de efectivo por actividades de financiación</b>								
Procedente de nuevos préstamos	231.510	451.973	35.034	105.571.00	-	170.000.00	674.000.00	-
Procedente de emisión de bonos	250.000							
Pago de préstamos	(365.605)	(515.927)	(394.939)	(402.740.00)	(402.629.69)	(384.895.97)	(921.744.74)	(427.042.44)
Dividendos pagados	(38.944)	(70.838)	(31.823)					
Incremento en participación no controlada	2.000							
Intereses pagados	(131.781)	(148.518)	(158.741)	(147.589)	(131.646)	(110.285)	(98.215)	(84.525)
Venta de participación minoritaria		301.389						
<b>Efectivo neto (utilizado en) provisto por actividades de financiamiento</b>	<b>(52.820)</b>	<b>18.079</b>	<b>(550.469)</b>	<b>(444.758)</b>	<b>(534.276)</b>	<b>(325.181)</b>	<b>(345.960)</b>	<b>(511.567)</b>
(Decremento) incremento neto en efectivo y equivalente de efectivo	(42.579)	50.590	(100.905)	(22.689)	18.987	(33.163)	10.229	(39.349)
Efecto del tipo de cambio sobre el efectivo	(52.107)	(212.100)	(2.723)	0	0	0	0	0
Efectivo y equivalentes de efectivo al inicio de año	735.577	640.891	479.381	375.753	353.064	372.051	338.888	349.116
<b>Efectivo y equivalente de efectivo al final del año</b>	<b>640.891</b>	<b>479.381</b>	<b>375.753</b>	<b>353.064</b>	<b>372.051</b>	<b>338.888</b>	<b>349.116</b>	<b>309.767</b>

<b>Estado de Resultados</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>
Ingresos	4.609.604	4.703.571	4.361.341	4.138.338	4.440.073	4.792.347	5.185.457	5,604,720	6,061,213
Utilidad operacional	384.931	279.468	218.816	258.470	365.317	434.619	426.246	488,066	558,820
Arriendo aeronaves	(273.643)	(299.220)	(317.505)	(314.493)	(329.703)	(345.649)	(362.365)	(379,891)	(398,264)
EBITDA	554.511	478.128	449.548	528.016	637.827	724.314	729.491	818,830	917,329
EBITDAR	828.154	777.348	767.053	842.509	967.530	1.069.962	1.091.856	1,198,720	1,315,593
Gastos financieros	(113.330)	(133.989)	(169.407)	(172.630)	(162.750)	(148.010)	(127.991)	(117,354)	(105,222)
Utilidad antes de impuestos	295.281	178.774	(108.478)	78.276	217.430	302.652	315.614	389,475	473,890
Utilidad neta	248.821	128.494	(139.506)	44.186	154.078	214.470	223.654	275,995	335,814
Margen operativo %	8,4%	5,9%	5,0%	6,2%	8,2%	9,1%	8,2%	8,7%	9,2%
Margen neto %	5,4%	2,7%	-3,2%	1,1%	3,5%	4,5%	4,3%	4,9%	5,5%
Margen EBITDA %	12,0%	10,2%	10,3%	12,8%	14,4%	15,1%	14,1%	14,6%	15,1%
Margen EBITDAR %	18,0%	16,5%	17,6%	20,4%	21,8%	22,3%	21,1%	21,4%	21,7%

<b>Balance General</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>
Efectivo y equivalente	759.115	641.297	484.778	381.124	358.435	377.422	344.259	354.487	315,138
Total activos	5.179.037	6.185.329	6.361.945	6.351.335	6.245.059	6.099.879	6.156.600	6.236.004	6,200,471
Deuda fra. C.P.	314.165	459.059	412.884	406.739	356.709	309.066	263.745	155.680	124,544
Pasivos corrientes	1.658.231	1.889.358	1.566.281	1.691.202	1.677.455	1.672.173	1.674.123	1.616.475	1,640,232
Deuda fra. L.P.	1.951.330	2.712.931	3.060.110	2.867.496	2.514.786	2.178.905	1.859.391	1.097.541	878,033
Total deuda fra.	2.265.495	3.171.990	3.472.994	3.274.235	2.871.495	2.487.971	2.123.136	1.253.221	1,002,577
Total pasivos	3.964.291	4.977.824	4.989.310	4.931.074	4.670.719	4.311.070	4.144.137	3.947.545	3,576,199
Patrimonio	1.214.746	1.207.505	1.372.635	1.420.261	1.574.339	1.788.809	2.012.463	2.288.458	2,624,272
Deuda neta	1.506.380	2.530.693	2.988.216	2.893.111	2.513.060	2.110.549	1.778.877	898.734	687,439
Razón corriente	78%	70%	66%	60%	60%	62%	62%	68%	67%
Total pasivo / Patrimonio	326%	412%	363%	347%	297%	241%	206%	172%	136%
Deuda neta / EBITDAR	1,82	3,26	3,90	3,43	2,60	1,97	1,63	0,75	0,52
Rentabilidad operacional del activo	7,4%	4,5%	3,4%	4,1%	5,8%	7,1%	6,9%	7,8%	9,0%
Rentabilidad neta del activo	4,8%	2,1%	-2,2%	0,7%	2,5%	3,5%	3,6%	4,4%	5,4%
Rentabilidad del patrimonio	20,5%	10,6%	-10,2%	3,1%	9,8%	12,0%	11,1%	12,1%	12,8%

## ADVERTENCIA

Los Reportes Burkenroad de la Universidad EAFIT, de Medellín, Colombia, son análisis financieros de empresas cuyas acciones se cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia. Los informes son elaborados por alumnos de posgrado de la Escuela de Economía y Finanzas, bajo la supervisión de profesores de las áreas de Finanzas, Economía y Contabilidad de las Escuelas de Economía y Finanzas y de Administración de la mencionada universidad.

El Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey (ITESM), el Instituto de Estudios Superiores de Administración de Venezuela (IESA), la Universidad de los Andes, de Bogotá, Colombia, la Universidad ICESI, de Cali, Colombia, la Escuela de Postgrado de Administración de Empresas de Ecuador (ESPAE), de Guayaquil, Ecuador, y la Universidad Francisco Marroquín, de Guatemala, junto con la A. B. Freeman School of Business de Tulane University, de New Orleans, Louisiana, Estados Unidos, realizan también el Proyecto Burkenroad en Latinoamérica.

Este proyecto recibe el apoyo del Fondo de Inversiones Multilaterales del Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

Este programa enriquece el capital humano al brindar entrenamiento en técnicas de análisis financiero. A su vez, pretende facilitar el acceso de empresas a fuentes de financiamiento mediante el suministro de información financiera a inversionistas e instituciones del sector.

Los reportes preparados en el marco de este programa evalúan las condiciones financieras y las oportunidades de inversión en empresas. Los reportes financieros de empresas cuyas acciones se cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia se distribuyen a inversionistas nacionales y extranjeros a través de su publicación en nuestra página web y en la red Burkenroad Latinoamérica. También se distribuyen solo a empresas beneficiarias para su uso en futuras presentaciones privadas a instituciones financieras o inversionistas potenciales. Los planes de inversión y la situación financiera de las empresas analizadas se les presentan a la comunidad académica y a la financiera interesada en un Encuentro Semestral.

Para información adicional sobre el Proyecto Burkenroad de la Universidad EAFIT (Colombia), por favor visite una de las dos páginas web siguientes:

<http://www.eafit.edu.co/Burkenroad>

<http://www.latinburkenroad.com/>

Sandra C. Gaitán Riaño  
sgaitanr@eafit.edu.co  
Directora de Investigación  
Reportes Burkenroad Colombia  
Departamento de Finanzas  
Universidad EAFIT  
Medellín – Colombia – Suramérica  
Tel (57) (4) 2619500, extensión 9585