

Avianca Holdings S.A.
NYSE: AVH Y BVC: PFAVH

Primera cobertura o cobertura continua
Fecha de valoración: Febrero 29 de 2016

Recomendación: Comprar

Precio de la Acción y Valor del IGBC

Precio de la acción: \$ 1.695
Precio esperado a alcanzar en los próximos 12 meses: \$ 2.650
Potencial de valorización: 56,34%

El potencial de valorización de la acción se fundamenta en el fuerte crecimiento proyectado para el sector del transporte aéreo para el común de Latinoamérica en los próximos años.

Tabla de valoración con los datos financieros más destacados

Indicador	2015py	2016py	2017py	2018py	2019py
EBITDA (miles de USD)	663,094	692,065	766,829	817,872	885,475
UODI (miles de USD)	297,908	309,674	351,882	376,579	409,583
WACC	7.53%	7.59%	7.65%	7.71%	7.75%
VP de los FCL (miles de USD)	3,178,653	3,190,253	3,197,744	3,207,022	3,303,232
ROA	2.75%	2.68%	3.20%	3.44%	3.70%
ROE	12.35%	11.26%	12.48%	12.46%	12.53%
ROIC	7.04%	7.10%	7.76%	7.94%	8.09%
ASK (millones)	43,515	45,583	49,024	54,001	59,303
LF (Fact. Ocup)	79.42%	79.42%	79.42%	79.42%	79.42%

Capitalización del mercado, datos financieros y accionarios

Capitalización Bursátil: \$2.012.593.548.387
Acciones en Circulación: 996.987.288
Volumen Promedio diario del último año: BVC \$2.275.456.942, NYSE USD 1.531.311
Bursatilidad: Alta
Participación índice: 0.796 (Beta vs Colcap)
Cotiza en: Bolsa de Valores de Colombia – New York Stock Exchange
Beta: 0.796 (bruto) – 0.864 (ajustado)
Rango último año: 1.405-3.900

Apreciación global de la Compañía

Localización: Panamá, Colombia, Ecuador, El Salvador, Costa Rica, Perú, Nicaragua y Honduras.

Industria: Aérea.

Descripción: Compañía panameña que representa la operación integrada de varias compañías aéreas que, operan nacional e internacionalmente.

Productos y servicios: Transporte de pasajeros, carga y actividades conexas, servicios turísticos y de ingeniería, mantenimiento y atención a la operación de otros transportadores.

Sitio web de la Compañía: www.aviancaholdings.com

Analistas:
Juan Sebastián Mesa Sepúlveda
Laura Rueda Ovalle

Directora de la Investigación de Inversión:
Sandra Constanza Gaitán Riaño

Asesor de Investigación:
Sandra Constanza Gaitán Riaño

1. Desempeño del precio accionario

En la emisión de acciones de mediados del 2011, el precio de oferta de la acción fue de COP 5.000, sin embargo, el día de su lanzamiento el precio alcanzó a operar a niveles de COP 5.980. A partir de ese día la acción comenzó a tener un pobre desempeño, llegando a operar por debajo del precio de la OPI tan sólo una semana después. En marzo de 2014 y como consecuencia del control de moneda en Venezuela, el precio de la acción se vio enormemente impactado tras que la empresa viera represados alrededor de USD 236 MM. Actualmente, el precio se encuentra alrededor de un 60% por debajo del precio de emisión, debido a factores como el alto nivel de endeudamiento y la agresiva competencia de precios presente en el sector. Por otro lado, en la emisión de ADRs de junio de 2013, el precio de la oferta estuvo por encima de las proyecciones de los analistas, llevando la especie a menores niveles de negociación. A finales del año 2015, la acción alcanzó a operar cerca de los COP 1.500, sin embargo, luego de estar deprimida por varios años, en lo transcurrido del año 2016 se ha visto una fuerte recuperación bursátil, con valorizaciones cercanas al 30%, esto debido al bajo precio del petróleo y a los altos índices de ocupación. Actualmente, la acción transa alrededor de 0.5 veces su valor en libros, haciéndola atractiva para inversionistas de largo plazo. En el gráfico 1 se muestra el desempeño de la acción desde su emisión en junio de 2011 hasta febrero de 2016.

Gráfico 1: Desempeño histórico de la acción



Fuente: Bloomberg, 2016.

2. Resumen de la inversión

La recomendación de compra expuesta y el valor estimado de la acción para los próximos 12 meses se sustentan en los siguientes aspectos. El crecimiento esperado en los próximos años en

el transporte de pasajeros en la región donde principalmente opera Avianca Holdings (Latinoamérica), las inversiones de capital proyectadas por la empresa en materia de flota y eficiencia, la capacidad demostrada para mantener sostenidamente altos índices de ocupación, el posicionamiento de la marca y las estrategias concebidas al interior para reducir costos y gastos.

No obstante, a pesar de los logros obtenidos por la empresa en temas como la distribución de los ingresos y la estabilidad en los índices de ocupación, tras evaluar los resultados del análisis de sensibilidad al que se sometió la valoración realizada, debe aclararse que el alto grado de incertidumbre que caracteriza algunas de las variables determinantes de los resultados de la empresa, como el precio de los combustibles fósiles y la tasa de cambio, hacen que el valor de la acción pueda diferir de lo aquí estimado con un nivel de probabilidad considerable. Esto hace que la recomendación de compra se adapte mejor a un perfil arriesgado de inversión.

3. Tesis de inversión

De acuerdo con los resultados y el método empleado para valorar, se estima que los resultados futuros proyectados para la empresa representan hoy en día un mayor valor para el precio de la acción con respecto al que paga el mercado por ella a la fecha de esta valoración. Por este motivo, nuestra recomendación es comprar.

Las proyecciones, las estimaciones macroeconómicas, el posicionamiento de la marca y los acuerdos e inversiones de capital ya establecidos configuran un panorama en el cual se espera que la compañía logre incrementar considerablemente sus ingresos en los próximos años. Por otra parte, la eficiencia en costos se verá impulsada por la capacidad de la empresa para mantener altos índices de ocupación y por los enormes beneficios que ofrecen los diferentes *hubs* y la cada vez más moderna flota de aviones.

Por lo anterior y contando con que la empresa logre manejar adecuadamente sus altos niveles de endeudamiento, se estima que la empresa logrará aumentar considerablemente su valor de mercado.

4. Valoración

La valoración de Avianca Holdings se realizó a partir del método de flujos de caja libre descontados, el cual involucró la información recopilada y analizada sobre los planes de inversión de la empresa y el crecimiento proyectado a 5 años de aquellos principales factores que, desde el punto de vista fundamental, determinan el comportamiento del precio de la acción.

Con base en la aceptación de dicho método, la valoración tuvo en cuenta los planes de inversión programados y acordados por la empresa, las proyecciones de crecimiento del sector y de la compañía y las principales variables económicas influyentes. Todo esto, teniendo en cuenta que la empresa opera en diferentes regiones, cada una con diferentes niveles de servicio e ingresos, diferentes comportamientos, coyunturas y proyecciones.

Siguiendo los lineamientos del método utilizado, se obtuvieron los flujos de caja libre, los cuales se descontaron a la tasa estimada para la empresa de costo promedio ponderado de capital (WACC). Esta tasa fue calculada ponderando el costo de la deuda (Kd) y el costo del patrimonio

(Ke) según la estructura de capital estimada y teniendo en cuenta el beneficio de la deuda (los parámetros utilizados se presentan en la tabla 1).

Finalmente, al valor obtenido de los flujos de caja descontados, se le adicionó el valor de otros activos y se le descontó el valor proyectado de la deuda para así obtener el valor de la empresa. Este último fue dividido por el número de acciones en circulación para obtener el precio estimado por acción.

Tabla 1. Parámetros empleados para el cálculo del WACC

Parámetro	2015py	2016py	2017py	2018py	2019py
D	3,000,629	3,002,869	2,999,493	2,964,874	2,970,517
E	765,985	860,393	951,363	1,042,317	1,129,025
D/E	391.73%	349.01%	315.28%	284.45%	263.10%
D/(D+E)	80%	78%	76%	74%	72%
E/(D+E)	20%	22%	24%	26%	28%
Tasa impuestos	31%	31%	31%	31%	31%
Rf spot	1.93%	1.93%	1.93%	1.93%	1.93%
Rm	11.53%	11.53%	11.53%	11.53%	11.53%
Rf prom	5.28%	5.28%	5.28%	5.28%	5.28%
Bu	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85
Riesgo país	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
Keu	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
Spread de la deuda	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%
Kd Avianca Holdings	6.51%	6.51%	6.51%	6.51%	6.51%
Kel	19.42%	18.39%	17.58%	16.84%	16.33%
WACC USD	7.53%	7.59%	7.65%	7.70%	7.75%
WACC pesos	7.98%	8.05%	8.10%	8.17%	8.22%

Fuente: Equipo de valoración, 2016.

4.1 Resultado de la valoración

Tras descontar los flujos de caja libre se obtiene un valor de las operaciones de USD 3.192.397.863. A esta cifra se le adicionó el valor de otros activos y se le restó el valor de la deuda, obteniendo un valor para la empresa de USD 860.392.777. Teniendo en cuenta que la compañía tiene 996.987.288 acciones en circulación y una TRM estimada de \$3.071 COP/USD, el valor resultante por acción es de COP \$ 2.650,25.

4.2 Valoración por múltiplos

Esta metodología resulta de comparar los múltiplos de la empresa en cuestión con compañías comparables del sector. Para el caso de Avianca Holdings se seleccionaron empresas de Latinoamérica y el Caribe, además de algunas de Norteamérica y los indicadores analizados fueron EV/EBITDA, P/E y P/BV. Al comparar los resultados obtenidos por la metodología de flujos de caja libre descontados con la metodología de múltiplos, se ratifica la recomendación de inversión de Compra, lo anterior debido a que dichos indicadores muestran que la acción se encuentra subvalorada y en consecuencia tiene un gran potencial de valorización.

Partiendo del promedio de los indicadores P/E y P/BV de las compañías comparables, se evidencia que los indicadores de Avianca Holdings, están muy alejados del promedio por debajo, como se muestra en las tablas 2, 3, 4 y 5 a continuación.

Tabla 2. Múltiplos comparables

REGIÓN	EMPRESA	Valor de mercado*	EV/EBITDA	P/E	P/BV
Caribe y Latinoamérica	AVIANCA HOLDINGS SA	2.23	6.8	6.2	0.6
Caribe y Latinoamérica	GOL LINHAS AEREAS - PREF	7.57	12.5	-	-
Caribe y Latinoamérica	GRUPO AEROMEXICO SAB DE CV	4.88	6.2	13.7	2.8
Caribe y Latinoamérica	CONTROLADORA VUELA CIA DE-A	6.33	7.9	15.4	5.5
Caribe y Latinoamérica	COPA HOLDINGS SA-CLASS A	8.69	8.7	13.3	1.4
Caribe y Latinoamérica	LATAM AIRLINES GROUP SA	11.69	7.5	42.6	1.4
Norteamérica	AIR CANADA	5.67	2.8	2.7	1.91
Norteamérica	VIRGIN AMERICA INC	6.08	6.1	15.2	3
Norteamérica	WESTJET AIRLINES LTD	6.23	3.5	9.2	1.4
Norteamérica	HAWAIIAN HOLDINGS INC	7.86	5.3	10.9	6
Norteamérica	ALLEGiant TRAVEL CO	8.7	6.6	12.4	8.6
Norteamérica	CHORUS AVIATION INC - B	1.83	5.6	7.2	7.2
Norteamérica	EXCHANGE INCOME CORP	1.87	6.4	13.4	1.8
Norteamérica	SKYWEST INC	3.08	4.9	9.2	0.7
MÍNIMO		1.83	2.8	2.7	0.7
PROMEDIO		6.19	6.46	13.77	3.48
MÁXIMO		11.69	12.5	42.6	8.6

*Cifras en billones de COP

Fuente: Bloomberg, 2016.

Tabla 3. Múltiplo EV/EBITDA

VARIABLES	MÍNIMO	PROMEDIO	MÁXIMO
EV/EBITDA	2.8	6.46	12.5
EBITDA	663,094	663,094	663,094
Enterprise Value	1,856,662	4,284,605	8,288,671
Deuda financiera neta	- 3,000,629	- 3,000,629	- 3,000,629
Otros activos no operativos	587,692	587,692	587,692
Equity Value	- 556,275	1,871,668	5,875,734
No. acciones en circulación	996,987,288	996,987,288	996,987,288
Valor acción (USD)	(0.56)	1.88	5.89
Valor acción (COP)	(1,713)	5,765	18,099

*Cifras en miles de USD, excepto EV/EBITDA y No. Acciones.

Fuente: Equipo de valoración, 2016.

Tabla 4. Múltiplo P/E

VARIABLES	MÍNIMO	PROMEDIO	MÁXIMO
P/E	2.7	13.77	42.6
No. acciones en circulación	996,987,288	996,987,288	996,987,288
Utilidad por acción	0.17	0.17	0.21
Valor acción (USD)	0.46	2.37	9.14
Valor acción (COP)	1,406	7,268	28,061

Fuente: Equipo de valoración, 2016.

Tabla 5. Múltiplo P/BV

VARIABLES	MÍNIMO	PROMEDIO	MÁXIMO
P/BV	0.7	3.48	8.6
Equity	1,368,680	1,368,680	1,368,680
No. acciones en circulación	996,987,288	996,987,288	996,987,288
Valor acción (USD)	0.96	4.77	11.81
Valor acción (COP)	2,951.14	14,654	36,256.89

Fuente: Equipo de valoración, 2016.

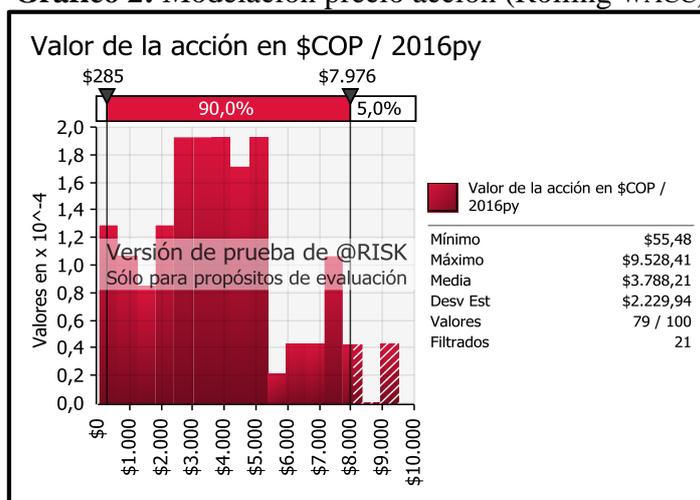
4.3 Análisis de sensibilidad

Se realizó un análisis de sensibilidad mediante el uso del *software* @Risk, el cual permite evaluar el rango del precio de la acción de la empresa, teniendo en cuenta el posible cambio en las variables de entrada del modelo. Esto permite analizar de manera dinámica el rango de valores de la variable de salida ante la incertidumbre esperada del entorno. Entre las principales variables analizadas se encuentran: el crecimiento anual del IPC y del PIB en cada uno de los países o regiones donde opera Avianca, el crecimiento en el número de pasajeros transportados por región, el factor de ocupación de sus aeronaves (Load Factor), el precio promedio del barril de *jet fuel* y la TRM.

En primera instancia, la modelación se realizó empleando “Rolling WACC”. Teniendo en cuenta los rangos y las distribuciones de probabilidad asignadas a cada variable involucrada en el modelo (según lo detallado en los informes al final de este trabajo), se estima que el precio de la acción, en los próximos 12 meses, estará por encima del precio de mercado al momento de esta valoración con aproximadamente un 83% de probabilidad y estará por encima del precio estimado resultante de la valoración, con aproximadamente un 59% de probabilidad (los resultados se muestran en los gráficos 2, 3 y 4).

Por otra parte, se observa que el factor de ocupación y el precio promedio del barril de *jet fuel* son las variables más influyentes en el precio final de la acción y pequeñas variaciones en estos factores con respecto a lo estimado, implicarán un gran cambio sobre el valor final de la acción. Por lo tanto, si se tiene en cuenta la incertidumbre observada sobre el precio de los combustibles fósiles en los últimos años, la influencia que aquí ejercen decisiones de tipo político y la dificultad para predecir su comportamiento próximo, la posición larga que tome un inversionista siempre estará acompañada de un alto riesgo.

Gráfico 2: Modelación precio acción (Rolling WACC)



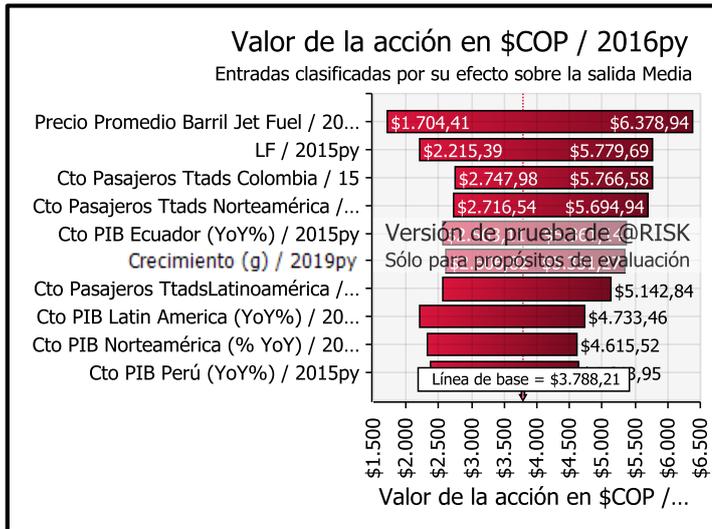
Fuente: Risk – Equipo de valoración, 2016.

Gráfico 3: Estadísticos de resumen (Rolling WACC)

Estadísticos resumen para Valor de la acción en \$COP / 2016py			
Estadísticos		Percentil	
Mínimo	\$ 55,48	1.0%	\$ 55,48
Máximo	\$ 9,528,41	2.5%	\$ 81,60
Media	\$ 3,788,21	5.0%	\$ 284,86
Desv Est	\$ 2,229,94	10.0%	\$ 721,78
Varianza	4972625.165	20.0%	\$ 1,833.53
Índice de sesgo	0.487159744	25.0%	\$ 2,120.48
Curtosis	2.866210871	50.0%	\$ 3,641.61
Mediana	\$ 3,641.61	75.0%	\$ 5,082.45
Moda	\$ 2,849.10	80.0%	\$ 5,234.91
X izquierda	\$ 284.86	90.0%	\$ 7,247.96
P izquierda	5%	95.0%	\$ 7,975.74
X derecha	\$ 7,975.74	97.5%	\$ 9,388.07
P derecha	95%	99.0%	\$ 9,528.41
#Errores	0		

Fuente: Risk – Equipo de valoración, 2016.

Gráfico 4: Sensibilidad precio acción (Rolling WACC)



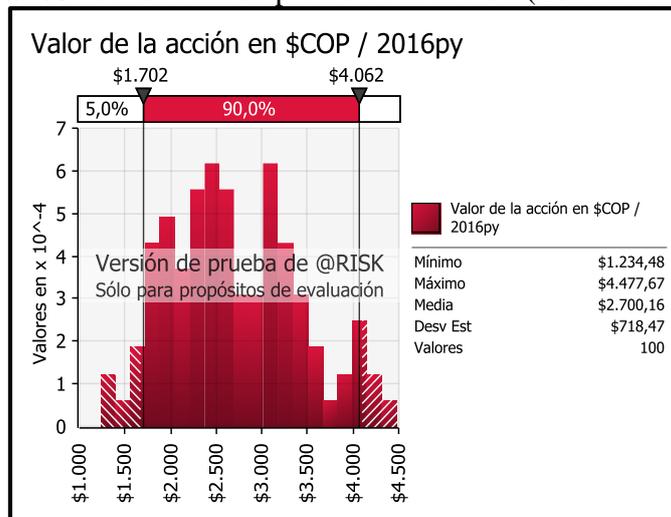
Cambio en la estadística de salida de Valor de la acción en \$COP / 2016py			
Jerarquía	Nombre	Inferior	Superior
1	Precio Promedio Barril Jet Fuel / 2015py	\$ 1,704.41	\$ 6,378.94
2	LF / 2015py	\$ 2,215.39	\$ 5,779.69
3	Cto Pasajeros Ttads Colombia / 15	\$ 2,747.98	\$ 5,766.58
4	Cto Pasajeros Ttads Norteamérica / 15	\$ 2,716.54	\$ 5,694.94
5	Cto PIB Ecuador (YoY%) / 2015py	\$ 2,563.11	\$ 5,361.14
6	Crecimiento (g) / 2019py	\$ 2,606.82	\$ 5,351.27
7	Cto Pasajeros TtadsLatinoamérica / 15	\$ 2,559.27	\$ 5,142.84
8	Cto PIB Latin America (YoY%) / 2015py	\$ 2,211.85	\$ 4,733.46
9	Cto PIB Norteamérica (% YoY) / 2015py	\$ 2,315.79	\$ 4,615.52
10	Cto PIB Perú (YoY%) / 2015py	\$ 2,376.11	\$ 4,643.95

Fuente: Risk – Equipo de valoración, 2016.

En segunda instancia, se fijó una estructura para sensibilizar el precio de la acción únicamente ante cambios en la tasa de crecimiento (g) y el WACC (según las distribuciones de probabilidad expuestas al final de este trabajo). Se estima que el precio de la acción, en los próximos 12 meses, estará por encima del precio de mercado al momento de esta valoración con aproximadamente un 95% de probabilidad y estará por encima del precio estimado resultante de la valoración, con aproximadamente un 50% de probabilidad (los resultados se muestran en los gráficos 5, 6 y 7).

Adicional a esto y dentro de los parámetros y rangos de distribución de probabilidad tenidos en cuenta para este análisis, se observa cómo el resultado final de la acción se ve más impactado ante cambios en el WACC que ante cambios en la tasa de crecimiento (g).

Gráfico 5: Modelación precio de la acción (Estructura fija)



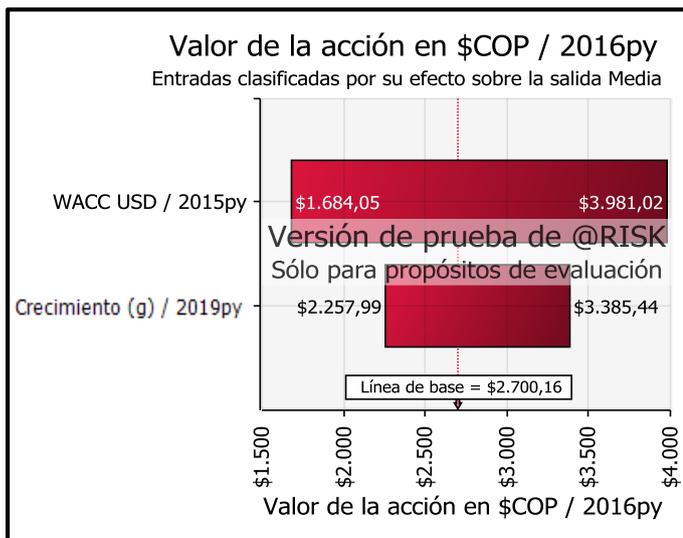
Fuente: Risk – Equipo de valoración, 2016.

Gráfico 6: Estadísticos de resumen (Estructura fija)

Estadísticos resumen para Valor de la acción en \$COP / 2016py			
Estadísticos		Percentil	
Mínimo	\$ 1,234.48	1.0%	\$ 1,234.48
Máximo	\$ 4,477.67	2.5%	\$ 1,516.12
Media	\$ 2,700.16	5.0%	\$ 1,701.72
Desv Est	\$ 718.47	10.0%	\$ 1,818.50
Varianza	516197.9613	20.0%	\$ 2,018.85
Índice de sesgo	0.35461718	25.0%	\$ 2,123.39
Curtosis	2.547873163	50.0%	\$ 2,615.87
Mediana	\$ 2,615.87	75.0%	\$ 3,178.78
Moda	\$ 1,821.44	80.0%	\$ 3,276.44
X izquierda	\$ 1,701.72	90.0%	\$ 3,587.48
P izquierda	5%	95.0%	\$ 4,062.34
X derecha	\$ 4,062.34	97.5%	\$ 4,178.08
P derecha	95%	99.0%	\$ 4,270.12
#Errores	0		

Fuente: Risk – Equipo de valoración, 2016.

Gráfico 7: Sensibilidad precio de la acción (estructura fija)

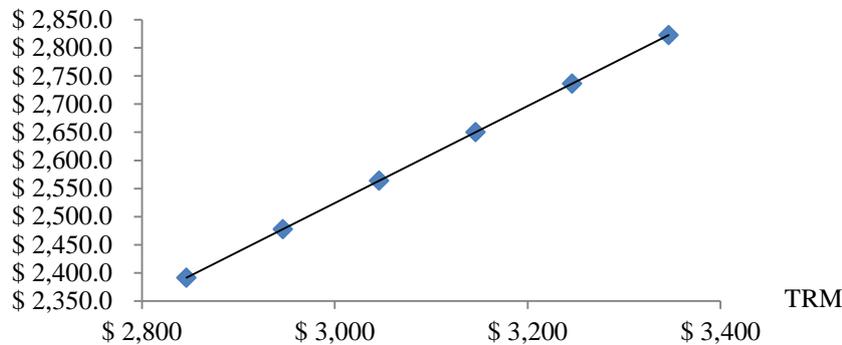


Cambio en la estadística de salida de Valor de la acción en \$COP / 2016py			
Jerarquía	Nombre	Inferior	Superior
1	WACC USD / 2015py	\$ 1,684.05	\$ 3,981.02
2	Valor residual / 2019py	\$ 2,257.99	\$ 3,385.44

Fuente: Risk – Equipo de valoración, 2016.

Por último, el gráfico 8 muestra cómo se afecta el precio final estimado de la acción ante cambios únicamente en la TRM.

Gráfico 8: Sensibilidad ante cambios en la TRM
Precio estimado de la acción



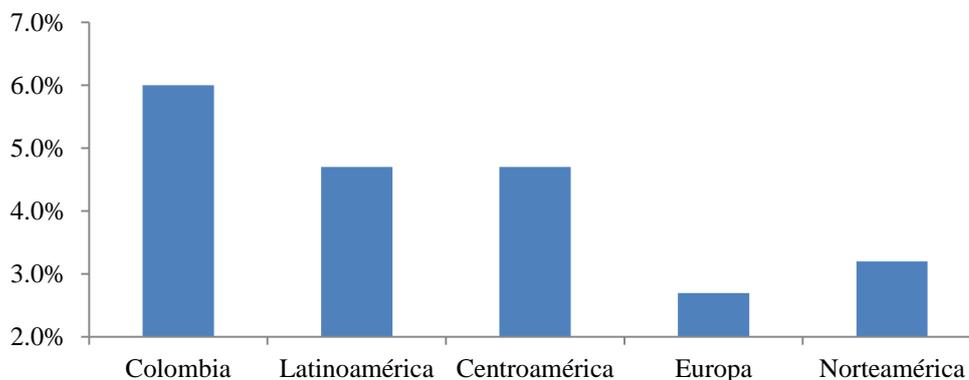
Fuente: Equipo de valoración, 2016.

5. Análisis de la industria

De acuerdo con el informe anual (2014-2015) de ALTA (Asociación Latinoamericana de Transporte Aéreo), en Latinoamérica operan 40 aerolíneas, las cuales cuentan con aproximadamente 1.155 aeronaves, viajan hacia 397 destinos en 60 países en un promedio de 5.200 vuelos diarios y conjuntamente generan ingresos por más de 30 billones de dólares al año.

En temas de crecimiento, el transporte aéreo de pasajeros en la región “ha aumentado constantemente durante los últimos diez años, a razón del 5.4% anual y se prevé que continuará haciéndolo, junto con China y más rápido que la zona Asia-Pacífico y el Oriente Medio, en los próximos 20 años”¹ (Ver gráfico 9). Este crecimiento promete disminuir la amplia brecha que hoy existe entre América Latina y otras regiones en materia de transporte aéreo de pasajeros. Mientras en Estados Unidos los viajes per cápita rondan los 2.05, en Colombia por ejemplo este indicador no alcanza ni siquiera los 0.5.

Gráfico 9: Crecimiento proyectado de pasajeros transportados por región 2015-2020



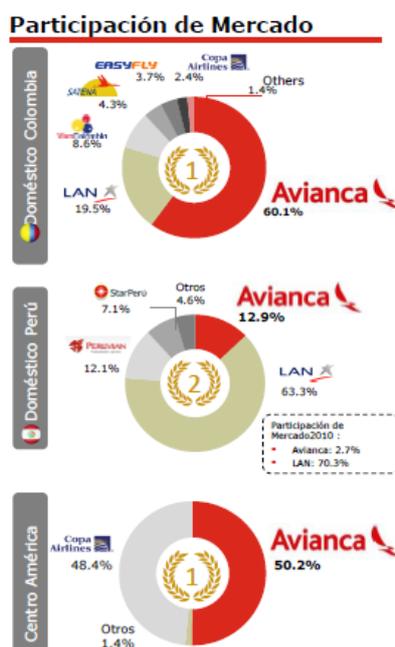
Fuente: Equipo de valoración (Información de IATA)²

¹ALTA (2015). *Publications*. Obtenido de http://www.alt.aero/aura/content/Yearbook/ALTA-Yearbook-2014_2015.pdf

² Asociación Internacional de Transporte Aéreo (2015). *IATA*. Obtenido de Comunicado No. 57 <http://www.iata.org/pressroom/pr/Documents/Spanish-PR-2014-10-16-01.pdf>

En lo que respecta a Avianca Holdings, la empresa cerró el año 2014 con más de 26 millones de pasajeros transportados en 168 rutas aéreas, reportando unos ingresos operacionales de US\$1.24 billones, atribuidos en un 86% al transporte de pasajeros y una utilidad neta de US\$97 millones³. Lo anterior lo ubica en el segundo lugar en participación de mercado en la región latinoamericana, detrás del grupo aéreo LATAM, el cual transportó en el 2014 cerca de 68 millones de pasajeros⁴.

Gráfico 10: Participación de mercado Avianca



Fuente: Presentación Corp. 2015 – Avianca Holdings.

Como se muestra en el gráfico 10, a nivel doméstico y en cantidad de pasajeros transportados, Avianca Holdings es líder en Colombia y Centro América con participaciones del 60,1% y 50,2% respectivamente. Situación contraria sucede en otros países como Perú; aunque allí Avianca Holdings logró aumentar la participación de mercado en un 10% durante los últimos 4 años, LAN continúa firmemente apropiada del primer lugar.

Estos buenos resultados obtenidos por Avianca se vieron en gran medida impulsados por el desarrollo económico generalizado en la región, en la última década, el crecimiento de la clase media, la fuerte y conveniente competencia en el sector y los vínculos comerciales que año a año se han hecho cada vez más estrechos, fortaleciendo las alianzas, la cobertura y el servicio.

Localmente hablando, es de anotar lo logrado en Colombia por la aerolínea de bajo costo VivaColombia, la cual en sólo dos años ha logrado ocupar el tercer lugar en participación de mercado, tema que contribuye a generar una competencia sana y ejerce presión en los precios ofertados por las demás aerolíneas. Si bien VivaColombia alcanza el primer puesto en el *ranking* de las aerolíneas de bajo costo en Colombia,

Avianca aún es la primera en ofrecer vuelos más económicos en un mayor número de veces, además, es reconocida como la aerolínea que mejor satisface las necesidades de los viajeros⁵.

Frente a la industria aeronáutica en general, es importante mencionar el papel y el indiscutible poder de negociación de los fabricantes de aeronaves. Aunque hoy existen diversas compañías que ofrecen este producto como Antonov (Ucrania), Embraer (Brasil), Bombardier (Canadá), realmente los principales fabricantes que concentran la demanda son sin lugar a duda Boeing (Estados Unidos) y Airbus (Francia).

Para los próximos años, seguramente el desarrollo del sector seguirá siendo influenciado por el comportamiento económico generalizado, la distribución de la riqueza, la fluctuación en los precios de los combustibles, las medidas fiscales adoptadas por los diferentes gobiernos, las

³ Avianca Holdings S.A. (2015). *Noticias*. Obtenido de <http://www.aviancaholdings.com/noticia/avianca-holdings-resultados-financieros-2014/135>

⁴ LATAM (2015). *Memorias anuales*. Obtenido de http://media.corporate-ir.net/media_files/IROL/25/251289/LATAM_Memoria_Anual_2014_.pdf

⁵ El Espectador (21 de enero de 2014). *Noticias*. Obtenido de <http://www.elespectador.com/noticias/economia/viva-colombia-aerolinea-mas-barata-del-pais-articulo-469830>

cargas impositivas y el desarrollo de todas aquellas estrategias que hoy se adelantan, para evitar los monopolios y para promover una competencia limpia en favor del cliente y de todos los agentes que participan en el mercado. En relación con las medidas fiscales, no se puede desconocer que la regulación del transporte aéreo se ve influenciada por las negociaciones de comercio exterior de los Gobiernos, “de manera que se generen condiciones que faciliten el intercambio comercial, los flujos de turismo, los viajes de negocios y la conectividad de las regiones”.⁶

6. Descripción de la Compañía

6.1 Historia, localización e infraestructura

En febrero de 2010 fue oficializada la unión estratégica entre Avianca (adquirida bajo dificultades económicas en el 2003 por el grupo empresarial Colombo-Brasileño Synergy Group en dirección del brasileño Germán Efromovich) y TACA, propiedad de Kingsland Holding Limited. Para esta operación se ubicó en Panamá la sede principal y se emitieron en el año 2011 acciones por un total de 500.000 millones de pesos colombianos⁷.

Para la fusión, Avianca incluyó a Tampa Cargo, Aerogal de Ecuador y Avianca S.A., aerolíneas que fueron adquiridas a lo largo de la historia de la empresa desde sus inicios como SCADTA en el año 1919. Por su parte, TACA incluyó a TACA International y su participación adquirida de otras aerolíneas como Lacs y Sansa (Aerolíneas de Guatemala), Taca Perú, Aviateca (de Guatemala), La costeña (de Nicaragua) y La Isleña (de Honduras).

En primera instancia, la alianza se denominó Avianca-Taca y utilizó un logotipo que enmarcaba el nombre de las dos empresas, sin embargo, por temas de interacción de tecnología, unificación de servicios, posicionamiento de marca, mercadeo, modificaciones en la propuesta de valor y otros fines, a partir del 2013 se acordó hacer uso comercial de una sola marca, esta vez, solo “Avianca”. De esta forma, los aviones de TACA pasaron a llevar únicamente el nuevo logotipo de Avianca⁸.

6.2 Análisis FODA: fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas

Fortalezas

- Flota de aviones extensa, joven y eficiente.
- Participación en otros negocios como el transporte de carga, turismo y mensajería.
- Programas en ejecución encaminados al ahorro de costos.
- Diversificación geográfica.
- Amplia cobertura de rutas.
- Posición dominante en el mercado latinoamericano.
- Programas orientados a la fidelización del cliente como LifeMiles.
- Estructura corporativa sólida apoyada en Avianca y TACA como principales fuentes de generación de fondos.
- Economías de Escala.

⁶ Ministerio de Transporte (abril de 2009). Obtenido de <https://www.mintransporte.gov.co/descargar.php?idFile=4248>

⁷ Avianca Holdings S.A. (2015). *Historia*. Obtenido de <http://www.aviancaholdings.com/historia>

⁸ Avianca (28 de mayo de 2013). *Centro de noticias*. Obtenido de <http://www.avianca.com/en/Documents/press-releases/aerolineas-integradas-avianca-presentan-marca-280513.pdf>

- Beneficios en costos, rutas y logística derivados de los *hubs*.

Debilidades

- Reciente deterioro en su calificación crediticia por parte de Standard & Poors⁹.
- Naturaleza cíclica del negocio.
- Altos gastos de inversión y alto endeudamiento derivados de la posición dominante en el sector latinoamericano del transporte aéreo.
- Baja liquidez debido al comportamiento de las operaciones en Venezuela y un flujo de caja decreciente producto del crecimiento del negocio¹⁰.

Oportunidades

- Apertura de nuevas rutas aéreas.
- Desarrollo de nuevas líneas de negocio.
- Aprovechamiento de las tecnologías de la información y las telecomunicaciones.
- Aumento de la clase media.

Amenazas

- Alzas en el precio del petróleo.
- Fluctuaciones drásticas en el tipo de cambio.
- Continua disminución de las tarifas en el sector.
- Deterioro en los índices de crecimiento económico generalizado.
- Crecimiento de las aerolíneas de bajo costo.
- Crecimiento en las rutas internacionales por parte de aerolíneas de bajo costo.
- Tamaño y poder del sindicalismo en el sector de transporte aéreo a nivel latinoamericano.

6.3 Productos y servicios

Avianca Holdings tiene tres líneas de inversión, siendo el transporte aéreo de pasajeros el foco de la compañía y la principal fuente de ingresos. Este servicio es ofrecido en 26 países por las diferentes aerolíneas subsidiarias (Avianca S.A., TACA S.A., Lacsá S.A., Aviateca S.A., Aerogal, entre otras). En segunda instancia se encuentra el servicio de transporte de carga, operado por la empresa Avianca Cargo S.A. y el servicio de mensajería llevado a cabo por Deprisa S.A. Por último, la empresa denomina “Actividades conexas”, otra línea de negocios donde ofrece servicios de mantenimiento y atención aeroportuaria, venta de paquetes turísticos (AviancaTours) y el reconocido programa de fidelización de clientes, LifeMiles.

6.4 Estrategia

Desde su consolidación en el año 2010, el norte estratégico de la empresa ha estado orientado a crear la red de rutas más grande, completa y diversificada de Latinoamérica que ofrezca la mayor cantidad de opciones y conexiones posibles y eficientes, combinada con los más altos estándares de calidad y servicio, para lograr la máxima satisfacción y experiencia del cliente. Fue de allí de donde nació el slogan “Con todo gusto”.¹¹

⁹ Standard & Poor's (5 de mayo de 2015). *Avianca Holdings S.A.* Obtenido de http://www.aviancaholdings.com/images/kit_inv/050515_Avianca_Holdings_PRESP.pdf

¹⁰ Fitch Ratings (26 de marzo de 2015). *Avianca Holdings S.A.* Obtenido de http://www.aviancaholdings.com/images/kit_inv/Fitch_Affirms_BB-_Rating.pdf

¹¹ Avianca (7 de octubre de 2009). *Relación con inversionistas.* Obtenido de <http://www.avianca.com/es/Documents/relacion-con-inversionistas/presentacion-alianza-avianca-taca.pdf>

A partir de sus 4 *hubs* ubicados en Bogotá, San Salvador, San José de Costa Rica y Lima y sus grandes inversiones en modernos aviones y sistemas e infraestructura, que la catalogan como una de las aerolíneas a nivel mundial que cuenta con una de las flotas más jóvenes y eficiente, la empresa le apuesta a una estrategia de eficiencia operativa basada en el aumento en el índice de ocupación, los bajos costos operativos y el cubrimiento de un mayor número de regiones¹², todo esto, sin dejar de enfatizar en la calidad del servicio, lo cual llevó a la empresa a ser clasificada por la revista *Business Traveler* como la mejor aerolínea de Latinoamérica en el año 2014, basándose en criterios como la estructura de las rutas, la atención, la puntualidad y la comodidad¹³.

6.5 Desarrollos recientes

Siguiendo la tendencia mundial y en afinidad con la integración de Avianca y TACA, en el 2011, el programa de lealtad Avianca Plus fue sustituido por el Programa LifeMiles, a través del cual, el viajero puede acceder a diversos beneficios. Hoy en día este programa cuenta con diversos aliados como entidades financieras, establecimientos de comercio y otras aerolíneas a nivel internacional.

De acuerdo con su horizonte estratégico, recientemente la empresa concretó la compra de 100 nuevos aviones Airbus A320 Neo, los cuales comenzarán a incorporarse a la flota a partir del año 2018¹⁴.

6.6 Análisis de los competidores

Las alianzas y fusiones han sido movimientos estratégicos característicos de 4 de las más grandes aerolíneas que compiten hoy en día de forma asociada a nivel latinoamericano. Por un lado, Avianca y TACA que integran Avianca Holdings y por otro, LAN de Chile y TAM de Brasil que conformaron por su parte LATAM Airlines en el año 2010 y que hoy se consolida como la aerolínea más grande de Latinoamérica, en términos de cantidad de aviones, ingresos, ciudades cubiertas y empleados. Ambas asociaciones compiten hoy fuertemente a nivel latinoamericano e internacional bajo un enfoque similar, basado en amplias coberturas y calidad en el servicio.

Es también importante nombrar otras aerolíneas que gracias a sus esfuerzos han logrado crecer considerablemente en los últimos años, como lo son Gol de Brasil, Aeroméxico y Copa Airlines y, por último, no puede negarse el crecimiento y participación que han ido ganando las aerolíneas de bajo costo, a pesar de las dificultades que existen en la región como las altas tasas impositivas y aeroportuarias, la poca existencia de aeropuertos secundarios o alternos, los largos trayectos entre capitales, los trámites aduaneros, entre otros¹⁵.

¹² Grupo Bancolombia (16 de octubre de 2013). *Investigaciones económicas & estrategias*. Obtenido de https://www.google.com.co/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=6&cad=rja&uact=8&ved=0CDoQFjAF&url=http%3A%2F%2Finvestigaciones.bancolombia.com%2Finveconomicas%2Finformes%2FPDF.aspx%3FIdDoc%3D30210&ei=c7aRVbH4Osrz-QHBg7XQDw&usq=AFQjCNGspR4W2VwuB_wMfeJ3gQ

¹³ EFE (22 de enero de 2015). *El Espectador*. Obtenido de <http://www.elespectador.com/noticias/actualidad/eligen-avianca-mejor-aerolinea-de-america-latina-2014-articulo-539539>

¹⁴ EFE (5 de mayo de 2015). *El Espectador*. Obtenido de <http://www.elespectador.com/noticias/economia/avianca-compra-100-aviones-al-constructor-europeo-airbu-articulo-558722>

¹⁵ BBC (6 de abril de 2015). *Mundo*. Obtenido de http://www.bbc.com/mundo/noticias/2015/04/150330_economia_aerolineas_bajo_costo_america_latina_if

7. Desempeño de la administración y antecedentes

En marzo de 2011, pasado un año luego de la integración de Avianca y TACA, “Avianca Holdings S.A. adoptó el Código de Buen Gobierno Corporativo, en el cual se definen los parámetros bajo los cuales la organización busca garantizar la transparencia en el desarrollo de sus actividades y fortalecer la protección de los derechos de los accionistas e inversionistas”¹⁶. La estructura del Gobierno Corporativo al igual que las funciones de cada uno de sus órganos se definen en el Pacto Social, en el cual se establece la Asamblea General de Accionistas como máximo órgano de dirección y la Junta Directiva como el ente con control absoluto y dirección plena de los diferentes negocios y líneas de inversión de la Sociedad.

La Junta Directiva está compuesta por 11 miembros principales (6 de los cuales son miembros independientes) elegidos por la Asamblea General de Accionistas, los cuales pueden ser reelegidos indefinidamente. Actualmente está conformada por los siguientes Directores:

- Germán Efromovich, Presidente de la Junta Directiva: Boliviano de nacimiento que hace más de 35 años conformó el Grupo Sinergy, conglomerado empresarial con negocios diversificados como inversiones en hidrocarburos y energía, construcción naval, servicios de petróleo y aviación, entre otros.
- Roberto Kriete: Nacido en El Salvador, en el sector aéreo ha sido fundador y miembro del Consejo Directivo de la línea aérea Volaris, de México, Presidente de la Junta Directiva y CEO del Grupo TACA y Presidente de la Asociación Latinoamericana y del Caribe de Transporte Aéreo (ALTA).
- José Efromovich: Boliviano, desde hace 35 años participa en el desarrollo y expansión de diferentes compañías del Grupo Sinergy.
- Alexander Bialer: Brasileño, su experiencia laboral suma más de 40 años en implementación de sistemas, planeación estratégica, mercadeo, fusiones y adquisiciones y gobierno corporativo.
- Raúl Campos: Brasileño ligado a Petrobras desde 1974, donde trabajó en las áreas financieras y comerciales, ocupando cargos directivos y como Gerente de Relaciones con Inversionistas. También fue Director Financiero de Sinergy Group.
- Miembros independientes: Isaac Yanovich, Álvaro Jaramillo, Juan Guillermo Serna, Ramiro Valencia, Mónica Aparicio Smith, Oscar Darío Morales.

La remuneración de los miembros de la Junta Directiva será establecida conforme lo determine la Asamblea General de Accionistas en el momento de la designación de los mismos¹⁷, en tanto que la remuneración de los beneficiarios elegibles, incluidos directores, funcionarios y ciertos empleados, contempla un plan de incentivos, el “Plan accionario” autorizado en enero de 2012¹⁸ y el cual se encuentra encaminado a alinear la remuneración de sus directivos con el comportamiento de su acción en el mercado de valores. Respecto a este plan, el Presidente Ejecutivo de Avianca Holdings, Fabio Villegas Ramírez, enfatizó en la idea que tiene la compañía de dinamizar y alinear el desempeño y los resultados de los altos directivos con los

¹⁶ Avianca Holdings S.A. (2015). *Gobierno Corporativo*. Obtenido de <http://www.aviancaholdings.com/gobierno-corporativo>

¹⁷ Avianca Holdings S.A. (2015). *Junta Directiva*. Obtenido de <http://www.aviancaholdings.com/junta-directiva#>

¹⁸ Superintendencia Financiera de Colombia (24 de marzo de 2015). *Reportes*. Obtenido de <https://www.superfinanciera.gov.co/reportes/?LO=00000001a6b7c8d9000000030000000e000033cc4c238b2300000000001ffff0&type=application/pdf>

objetivos estratégicos de los accionistas¹⁹.

Aunque el programa de remuneración variable para colaboradores y directivos está diseñado para premiar el desempeño operativo, financiero y el servicio al cliente, la prioridad de la Compañía es la seguridad. En caso de accidente, ningún empleado recibe incentivo alguno para el año en que ocurra el accidente²⁰.

8. Análisis del accionista

8.1 Principales accionistas

A continuación se presentan los principales accionistas y propietarios de Avianca Holdings al 31 de diciembre de 2015.

ACCIONISTA	ACC. ORD	ACC. PREF	PARTICIPACIÓN
SYNERGY AEROSPACE CORP	516.000.000		51%
KINGSLAND HOLDING LIMITED	144.800.003		14%
AVIANCA HOLDINGS S.A. ADR		132.228.576	13%
NORGES BANK-CB NEW YORK		19.216.252	2%
FPO PROTECCION MODERADO		13.495.094	1%
FPO OBLIGATORIAS PORVENIR MOD		9.739.096	1%
FONDO BURSATIL ISHARES COLCAP		6.888.014	1%
FPO COLFONDOS MODERADO		6.562.709	1%
FIDUBOGOTA		4.320.632	0%
VANGUARDIA TOTAL INTERNATIONAL ST		3.815.061	0%

8.2 Liquidez accionaria

Avianca Holdings cuenta con 996.987.288 acciones en circulación, las cuales se negocian en la Bolsa de Valores de Colombia y en la Bolsa de Valores de Nueva York, por medio de las 27.234.910 ADSS colocadas por la empresa a finales del año 2013.

Según la Superintendencia Financiera, para finales de diciembre 2015, la acción tuvo un índice de bursatilidad accionaria (IBA) de 8.99576. Esto la ubica como una de las acciones de mayor liquidez accionaria en la Bolsa de Valores de Colombia, tan sólo precedida por Ecopetrol, Bancolombia, Almacenes Éxito e Isagén.

8.3 Libre flotación

Es de resaltar aquí que de acuerdo con la información anterior sobre los principales accionistas, el 65% de la empresa está en poder de dos conglomerados empresariales: Synergy Group, dueño de Avianca y en cabeza del reconocido boliviano y nacionalizado colombo-brasilero, Germán Efromovich y Kingsland Holding Limited, dueño de TACA.

8.4 Política de dividendos

De acuerdo con los accionistas, la empresa tiene adoptada una política de repartición de dividendos, en la cual se estipula distribuir al menos un 15% de la utilidad neta de cada periodo,

¹⁹ Avianca (10 de febrero de 2012). *Centro de noticias*. Obtenido de <http://www.avianca.com/es/Documents/boletines-de-prensa/incentivos-por-accion-100212.pdf>

²⁰ Bolsa de Valores de Colombia (marzo de 2011). *Empresas*. Obtenido de http://www.bvc.com.co/recursos/emisores/Prospectos/Acciones/Prospecto_AviancaTaca_2011.pdf

después de descontar el valor requerido que se deba utilizar para compensar pérdidas, en caso de que haya habido pérdidas en periodos anteriores.

9. Riesgo de inversión

El común de las compañías que compiten en el mercado del transporte aéreo se enfrenta a una gran cantidad de riesgos, algunos de ellos menos latentes que otros, pero nunca menos importantes. Dentro de estos encontramos el riesgo financiero, vinculado a la intensidad en el uso de capital y la necesidad de fuentes de financiación, la fluctuación en el precio de los combustibles, el tipo de cambio, la estacionalidad en la demanda, la dependencia del comportamiento económico general, la fuerte competencia del mercado, la regulación gubernamental, los factores climáticos, la seguridad, las fuerzas sindicales, el terrorismo, entre otros.

9.1 Riesgo de mercado

El costo del combustible, en este caso, el costo del “JET A-1”, es claramente el mayor riesgo al que está expuesta la compañía, dada su volatilidad y su participación en la estructura de costos (alrededor del 30% en el 2014). Debido a esto, la empresa ha establecido una estrategia de administración de riesgo en relación a los productos básicos, la cual “utiliza instrumentos derivados para minimizar las fluctuaciones significativas no previstas en los resultados”²¹, éstos se utilizan igualmente en la “compra-venta de divisas, contratos sobre tipos de interés y contratos de futuros de productos básicos para cubrir riesgos en el tipo de cambio, en las tasas de interés y en el precio de los productos básicos, respectivamente”²².

Actualmente la compañía cuenta con un comité de administración de riesgo, el cual se encarga de establecer los lineamientos para todas las transacciones orientadas a minimizar los riesgos a los que se expone la empresa.

9.2 Riesgo de tipo de cambio

Debido a los diferentes países y regiones donde opera la empresa, las fluctuaciones en los precios de las diversas monedas ponen en riesgo la estabilidad de los ingresos de la compañía y “a pesar de que las ventas en los mercados nacionales se realizan en monedas locales, los precios en las tarifas de transporte de personas y carga están indexados al dólar estadounidense”²³.

Es por esto que la compañía realiza frecuentemente contratos de cobertura de divisas, los cuales utiliza para evitar ser afectada por la volatilidad en el tipo de cambio y para cumplir con compromisos previamente establecidos.

²¹ Avianca Holdings S.A. (2015). *Estados financieros 2014*. Obtenido de [http://www.aviancaholdings.com/images/estados_financieros/EEFF_Avianca_Holdings_S_A__Dec_14_\(Espa%C3%B1ol\).pdf](http://www.aviancaholdings.com/images/estados_financieros/EEFF_Avianca_Holdings_S_A__Dec_14_(Espa%C3%B1ol).pdf)

²² Avianca Holdings S.A. (2015). *Estados financieros 2014*. Obtenido de [http://www.aviancaholdings.com/images/estados_financieros/EEFF_Avianca_Holdings_S_A__Dec_14_\(Espa%C3%B1ol\).pdf](http://www.aviancaholdings.com/images/estados_financieros/EEFF_Avianca_Holdings_S_A__Dec_14_(Espa%C3%B1ol).pdf)

²³ Avianca Holdings S.A. (2015). *Estados financieros 2014*. Obtenido de [http://www.aviancaholdings.com/images/estados_financieros/EEFF_Avianca_Holdings_S_A__Dec_14_\(Espa%C3%B1ol\).pdf](http://www.aviancaholdings.com/images/estados_financieros/EEFF_Avianca_Holdings_S_A__Dec_14_(Espa%C3%B1ol).pdf)

9.3 Riesgo de escasez de recursos naturales

La dependencia total de un recurso natural no renovable como el petróleo, que cada vez se hace más escaso, costoso, e incluso políticamente influenciado, hace inevitable el riesgo al que se expone la compañía. No sólo porque pone en jaque el negocio, en caso de que a futuro no se encuentre una fuente alterna de energía, sino también por el alto costo que seguramente obligará a aumentar las tarifas, lo cual terminará indiscutiblemente afectando negativamente la demanda.

9.4 Riesgo operativo

Las empresas de transporte aéreo se ven expuestas a un sinnúmero de factores que pueden afectar su operación, desde fallas en la tecnología que generen la caída en sus sistemas, hasta accidentes o fallas aéreas causadas por el estado del clima o por errores humanos.

Avianca Holdings S.A. entendiendo la Seguridad como su principal compromiso, implementó en el 2013 las cuatro fases del Sistema de Gestión de Seguridad Operacional, de acuerdo a los estándares impartidos por la OACI (Organización de Aviación Civil Internacional). Estas fases incluyen: definición y promoción de la política de seguridad, deberes de la Seguridad Operacional, correcta gestión del riesgo operativo y consolidación de una cultura para la preservación de los bienes y las personas. Frente a este último punto, se realizan entrenamientos en Seguridad Operacional en todos los niveles de la organización, además se cuenta con los Comités de Seguridad, logrando una comunicación de doble vía entre el personal de línea y la alta gerencia²⁴.

9.5 Riesgo financiero

En el 2013, la relación entre Deuda y Patrimonio de las aerolíneas latinoamericanas alcanzó en promedio un 187%²⁵. Esto demuestra claramente que este es un sector altamente apalancado, que depende de los esfuerzos encaminados a atraer nuevas fuentes de financiación que soporten el crecimiento y las grandes inversiones.

Para apalancar sus grandes inversiones, la compañía ha recurrido a la emisión de bonos y de acciones que hoy en día cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia y el ADR que cotiza en la Bolsa de Valores de Nueva York. En su más reciente acuerdo de compra de 100 aviones Airbus, los cuales renovarían gradualmente su flota durante los siguientes 5 años²⁶, la empresa ha recurrido a vender el 30% de su subsidiaria LifeMiles por un total de 343.7 millones de dólares. Según Fabio Villegas, presidente de la compañía, “el dinero se utilizará para mejorar la estructura financiera de Avianca²⁷”.

9.6 Riesgo de procesos internos

Para evitar posibles conflictos de intereses o prácticas internas inadecuadas que conlleven a afectaciones legales, monetarias o que pueden llevar inclusive a la quiebra de la compañía,

²⁴ Avianca S.A. (2014). *Relación con Inversionistas*. Obtenido de <http://www.avianca.com/es/Documents/relacion-con-inversionistas/informe-de-gestion-2013.pdf>

²⁵ Corredores Asociados. (2014). *Informes*. Obtenido de <https://www.corredores.com/Corredores/Library/Resource/Documents/Informes/Informes%20por%20Sector/Transporte%20Aereo/Avianca-Taca/Coverage%20Update%20May%2020147375.pdf>

²⁶ El Espectador (2015). *Economía*. Obtenido de <http://www.elespectador.com/noticias/economia/avianca-realiza-pedido-100-aviones-airbus-articulo-542276>

²⁷ El Colombiano (2015). *Economía*. Obtenido de <http://www.elcolombiano.com/avianca-vende-30-del-negocio-lifemiles-a-la-firma-advent-international-1-IA2301820>

dentro del Gobierno Corporativo, se establecen buenas prácticas relacionadas con políticas anticorrupción y *tolerancia cero* ante actividades de soborno, políticas que regulan la negociación de valores y el uso indebido de información privilegiada, por parte de los directivos de la compañía; se cuenta con la Línea Ética que permite reportar cualquier sospecha de violación a los códigos o procedimientos y con el fin de asegurar el control interno se cuenta con la Dirección de Auditoría.

9.7 Riesgo sindical

Gran cantidad de los empleados de la empresa en Colombia están asociados a agremiaciones sindicales como la ACAV (sindicato de auxiliares de vuelo), la ACDAC (Asociación Colombiana de Aviadores Civiles), el SINTRAVA (Sindicato Nacional de Trabajadores de Avianca) y el SINDITRA (Sindicato Nacional de Trabajadores de la Industria Aérea) desde las cuales se han originado paros y movimientos que han afectado en varias ocasiones la operación de la compañía.

Para tratar de mitigar esto, la empresa ha recurrido a subcontratar masivamente y de manera legal a través de una cooperativa de trabajo asociado denominada SERVICOABA.

9.8 Riesgo legal o de regulación

Las reclamaciones a las cuales se ve expuesta la compañía pueden ser presentadas por pasajeros, clientes, empleados o proveedores, que las escalan directamente a la empresa o en otras ocasiones son presentadas ante entidades administrativas nacionales o internacionales. Así mismo, debe responder ante los requerimientos presentados por parte de las entidades de vigilancia y control y al ser una compañía con presencia en varios países debe contemplar las regulaciones de aviación civil que rigen sobre cada aeropuerto.

Con el fin de mitigar estos riesgos, la compañía incluye en su Código de Ética y Normas de Conducta de los Negocios, las obligaciones derivadas de las leyes y regulaciones locales e internacionales que les sean exigibles tanto a la compañía como a sus empleados²⁸. Es importante igualmente prevenir eventuales contingencias que puedan llegar a afectar la sostenibilidad y prestación del servicio, tal y como sucedió con el proceso arbitral convocado por Valorem (antiguo accionista) relacionado con 1.480 pensiones de personal de tierra, el cual finalizó con éxito en el 2014²⁹.

10. Evolución histórica y proyecciones financieras

10.1 Supuestos de operación

Ingresos: partiendo de los niveles de ingreso y volumen de pasajeros transportados por región registrados por la empresa en el año 2014, la estimación de los ingresos comprendió el crecimiento en el precio promedio del tiquete aéreo por región y el crecimiento de los pasajeros transportados por región. El crecimiento del precio promedio del tiquete aéreo fue determinado a partir de las proyecciones de crecimiento del PIB por región y el crecimiento de los pasajeros transportados se estimó con base en los crecimientos proyectados según IATA (Asociación de Transporte Aéreo Internacional). Lo anterior se puede evidenciar en el gráfico 11.

²⁸ Avianca S.A. (2014). *Relación con Inversionistas*. Obtenido de <http://www.avianca.com/es/Documents/relacion-con-inversionistas/informe-de-gestion-2013.pdf>

²⁹ Avianca S.A. (2015). *Relación con inversionistas*. Obtenido de http://www.avianca.com.co/es/Documents/Informe_Anual_Avianca_SA_2014.pdf

Gráfico 11: Crecimientos: Ingresos operacionales – Pasajeros transportados – Precio promedio del ticket aéreo



Fuente: Equipo de valoración, 2015.

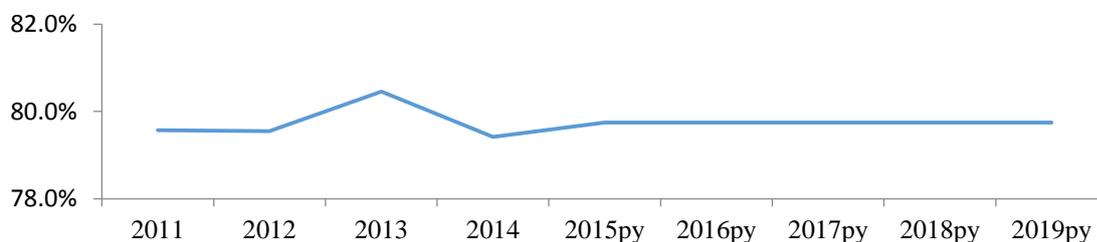
Costos y gastos de operación: para aclarar cómo fueron proyectados los diferentes rubros aquí contenidos, a continuación se indica cómo fueron proyectados los siguientes indicadores:

ASK (Asientos disponibles por kilómetro): este indicador de capacidad fue estimado con base en la flota de aviones que la empresa proyecta tener en los próximos 5 años, teniendo en cuenta: tipos de avión que ingresan y salen de la flota, capacidad en asientos por tipo de avión, crecimientos en capacidad previos y proyectados y la relación observada en años anteriores entre capacidad adquirida y crecimiento del ASK.

LF (Factor de ocupación): dadas las estrategias y políticas implementadas por Avianca Holdings en materia de ocupación, se estima que la empresa logre mantener este indicador en un 80%, tal como lo ha logrado desde hace ya varios años (gráfico 12).

Gráfico 12: Crecimientos: Ingresos operacionales – Pasajeros transportados – Precio promedio del ticket aéreo

LF (Load Factor - Factor de Ocupación)



Fuente: Equipo de valoración, 2015.

BH (Block hours – Horas de vuelo): fueron calculadas considerando el indicador histórico de BH/ASK y el valor de ASK para los años proyectados. Por otro lado, fueron estimadas a partir de una regresión lineal múltiple que involucró el ASK y el LF, lo anterior después de confirmar que las horas de vuelo se pueden explicar a partir de estas dos variables. Ambos métodos arrojaron resultados similares.

Los valores históricos y proyectados para los anteriores indicadores operativos se muestran en la tabla 6.

Tabla 6: ASK – LF – BH

AÑO	2011	2012	2013	2014	2015py	2016py	2017py	2018py	2019py
ASK (mill)	33,137	36,545	38,762	41,052	43,515	45,583	49,024	54,001	59,303
LF	79.6%	79.6%	80.5%	79.4%	79.42%	79.42%	79.42%	79.42%	79.42%
BH	429,712	466,439	483,204	517,943	552,789	579,065	622,769	685,994	753,354

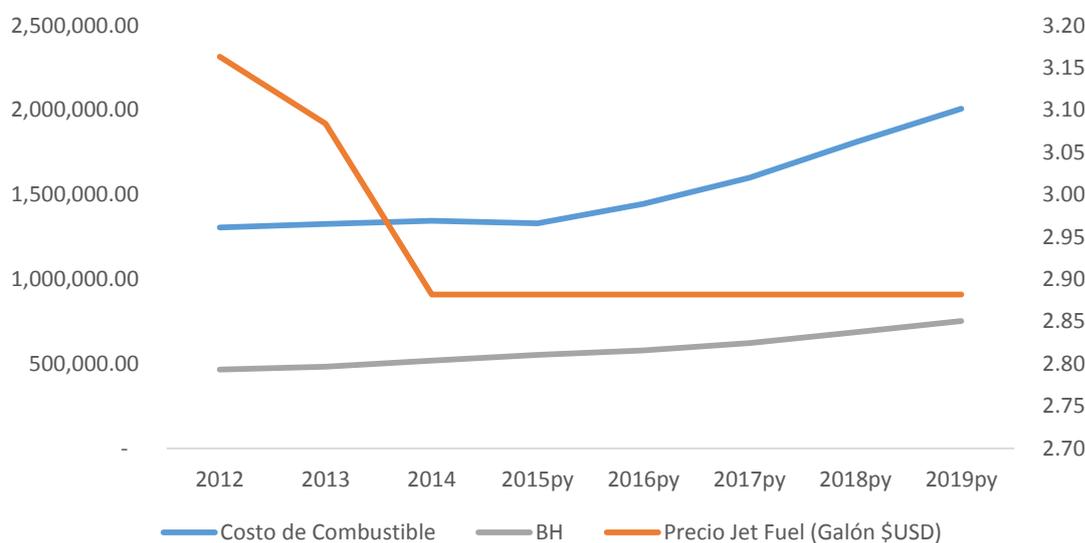
Fuente: Equipo de valoración, 2015.

RPK: este factor de tráfico (pasajeros/kilometro volado) que resulta de multiplicar el LF por el ASK, se calculó a partir de la proyección de estas dos últimas variables.

RRPK: este factor de eficiencia, el cual expresa el pago promedio de un pasajero por kilómetro volado, fue estimado a partir de los ingresos y el RPK proyectados.

Costo del combustible: el costo total de combustible fue estimado con base en la proyección de galones consumidos y en el precio proyectado para el galón de *Jet fuel*. El total de galones consumidos fue calculado partiendo de la relación de galones consumidos por horas de vuelo, observadas en periodos anteriores y teniendo en cuenta un factor de ahorro por el aumento esperado en la eficiencia por motivos de modernización en la flota. Esta información se muestra en el gráfico 13.

Gráfico 13: Costo total de combustible – BH – Precio



Fuente: Equipo de valoración, 2015.

Gastos de administración y de comercialización: después de revisar y constatar la relación esperada en periodos anteriores entre determinadas variables, los siguientes rubros fueron proyectados así:

Los gastos operacionales de vuelo se estimaron a partir de la variación en las horas de vuelo proyectadas.

Los gastos por operaciones terrestres se proyectaron con base en la variación del número de pasajeros transportados.

Los arrendamientos de aeronaves se estimaron a partir de los ingresos e involucrando un porcentaje de disminución, calculado a partir de la disminución promedio entre la relación de gastos por arrendamientos e ingresos observada en periodos pasados y basada en el objetivo de la empresa de disminuir año a año el gasto relativo por este concepto.

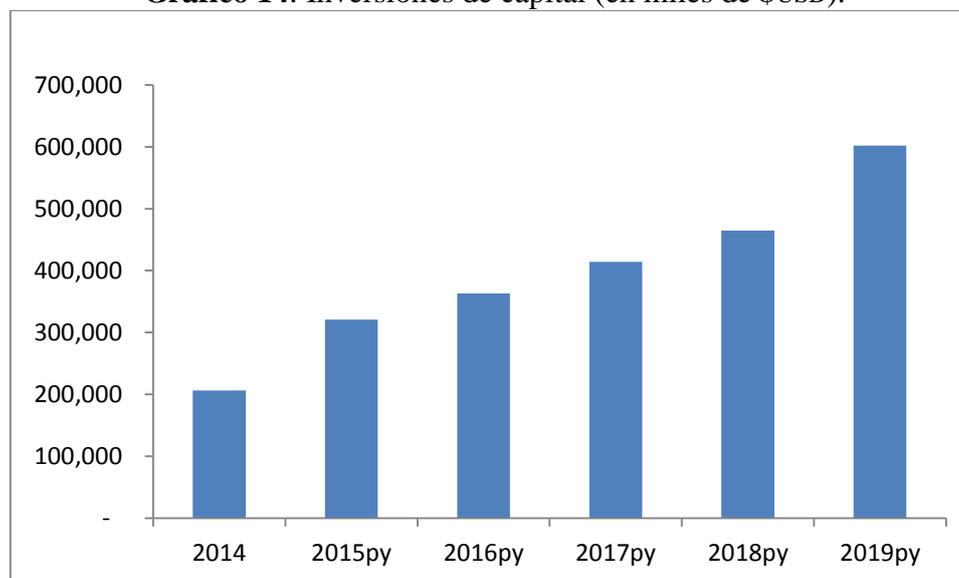
El costo de los servicios a pasajeros y los gastos de tráfico aéreo fueron estimados con base en el crecimiento de los ingresos.

Los gastos de mantenimiento y reparaciones fueron proyectados partiendo de las horas de vuelo proyectadas y la relación promedio observada entre los gastos de mantenimiento y las horas de vuelo en periodos anteriores.

Los gastos de mercadeo y ventas, los gastos generales y administrativos y los salarios, sueldos y beneficios, se proyectaron con base en la variación del RRPK.

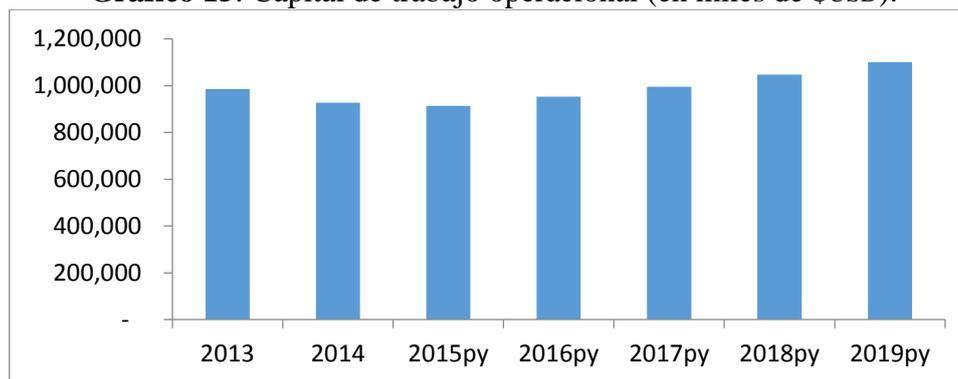
CAPEX: las inversiones de capital proyectadas se basaron en el plan de inversión de la compañía, el cual tiene establecidos unos acuerdos de compra y renovación y unos pagos adelantados, los cuales prometen aumentar la flota actual en aproximadamente 89 aeronaves en los próximos 5 años. Dichos acuerdos, los cuales parten de una base de 2,2 billones de dólares, permitirán que Avianca Holdings siga teniendo una de las flotas más modernas a nivel mundial. Esta información se muestra en el gráfico 14.

Gráfico 14: Inversiones de capital (en miles de \$USD).



Fuente: Equipo de valoración, 2015.

Capital de trabajo: los valores aquí proyectados para el capital de trabajo neto operativo, se estimaron con base en la rotación observada en el último año de las cuentas del balance que componen este concepto. Esta información se muestra en el gráfico 15.

Gráfico 15: Capital de trabajo operacional (en miles de \$USD).

Fuente: Equipo de valoración, 2015.

Estructura financiera. D/E ratio: esta relación se estima a partir de la estructura financiera observada en el último año y de acuerdo con el plan de inversión y el plan de pagos proyectados por la empresa para los próximos años.

Impuestos: dado que la tasa final de impuestos de la empresa depende de la tasa impositiva que rige en cada país y los ingresos allí generados, la tasa de impuestos promedio proyectada se calculó según los ingresos proyectados y la tasa de impuestos prevista por región.

Referencias

Páginas web de consulta general

- Avianca Holdings S.A. (2015, 2016) <http://www.aviancaholdings.com>
- Banco de la República (2015, 2016). <http://www.banrep.gov.co>
- Bloomberg (2015, 2016).
- Bolsa de Valores de Colombia (2015, 2016). <http://www.bvc.com.co>
- Aswath Damodaran (2016). <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Superintendencia Financiera de Colombia (2015, 2016). <https://www.superfinanciera.gov.co>
- Investigaciones económicas Bancolombia (2015, 2016). <http://www.grupobancolombia.com/wps/portal/empresas/capital-inteligente/investigaciones-economicas/>
- Fondo Monetario Internacional (2015, 2016). <http://www.imf.org/external/spanish/>
- U.S. Energy Information Administration (2015). <http://www.eia.gov/>
- BMI Research (2015). <http://www.bmiresearch.com>
- Bonds Online (2016). www.bondsonline.com
- KPMG (2015). <https://www.kpmg.com>

Documentos consultados en la web

- ALTA (2015). *Publications*. Obtenido de http://www.alta.aero/aura/content/Yearbook/ALTA-Yearbook-2014_2015.pdf
- Asociación Internacional de Transporte Aéreo (2015). *IATA*. Obtenido de Comunicado No. 57 <http://www.iata.org/pressroom/pr/Documents/Spanish-PR-2014-10-16-01.pdf>
- Avianca Holdings S.A. (2015). *Estados financieros 2014*. Obtenido de [http://www.aviancaholdings.com/images/estados_financieros/EEFF_Avianca_Holdings_S_S_A_Dec_14_\(Espa%C3%B1ol\).pdf](http://www.aviancaholdings.com/images/estados_financieros/EEFF_Avianca_Holdings_S_S_A_Dec_14_(Espa%C3%B1ol).pdf)
- Avianca Holdings S.A. (2015). *Gobierno Corporativo*. Obtenido de <http://www.aviancaholdings.com/gobierno-corporativo>
- Avianca Holdings S.A. (2015). *Historia*. Obtenido de <http://www.aviancaholdings.com/historia>
- Avianca Holdings S.A. (2015). *Junta Directiva*. Obtenido de <http://www.aviancaholdings.com/junta-directiva#>
- Avianca Holdings S.A. (2015). *Noticias*. Obtenido de <http://www.aviancaholdings.com/noticia/avianca-holdings-resultados-financieros-2014/135>
- Avianca (2014). *Relación con Inversionistas*. Obtenido de <http://www.avianca.com/es/Documents/relacion-con-inversionistas/informe-de-gestion-2013.pdf>
- Avianca (2015). *Relación con inversionistas*. Obtenido de http://www.avianca.com.co/es/Documents/Informe_Anual_Avianca_SA_2014.pdf
- Avianca (10 de febrero de 2012). *Centro de noticias*. Obtenido de <http://www.avianca.com/es/Documents/boletines-de-prensa/incentivos-por-accion-100212.pdf>

- Avianca (28 de mayo de 2013). *Centro de noticias*. Obtenido de <http://www.avianca.com/en/Documents/press-releases/aerolineas-integradas-avianca-presentan-marca-280513.pdf>
- Avianca (7 de octubre de 2009). *Relación con inversionistas*. Obtenido de <http://www.avianca.com/es/Documents/relacion-con-inversionistas/presentacion-alianza-avianca-taca.pdf>
- BBC (6 de abril de 2015). *Mundo*. Obtenido de http://www.bbc.com/mundo/noticias/2015/04/150330_economia_aerolineas_bajo_costo_america_latina_lf
- Bolsa de Valores de Colombia (marzo de 2011). *Empresas*. Obtenido de http://www.bvc.com.co/recursos/emisores/Prospectos/Acciones/Prospecto_Aviaanca_2011.pdf
- Corredores Asociados (2014). *Informes*. Obtenido de <https://www.corredores.com/Corredores/Library/Resource/Documents/Informes/Informes%20por%20Sector/Transporte%20Aereo/Avianca-Taca/Coverage%20Update%20May%2020147375.pdf>
- EFE (22 de enero de 2015). *El Espectador*. Obtenido de <http://www.elespectador.com/noticias/actualidad/eligen-avianca-mejor-aerolinea-de-america-latina-2014-articulo-539539>
- EFE (5 de mayo de 2015). *El Espectador*. Obtenido de <http://www.elespectador.com/noticias/economia/avianca-compra-100-aviones-al-constructor-europeo-airbu-articulo-558722>
- El Colombiano (2015). *Economía*. Obtenido de <http://www.elcolombiano.com/avianca-vende-30-del-negocio-lifemiles-a-la-firma-advent-international-1-IA2301820>
- El Espectador (2015). *Economía*. Obtenido de <http://www.elespectador.com/noticias/economia/avianca-realiza-pedido-100-aviones-airbus-articulo-542276>
- El Espectador (21 de enero de 2014). *Noticias*. Obtenido de <http://www.elespectador.com/noticias/economia/viva-colombia-aerolinea-mas-barata-del-pais-articulo-469830>
- Fitch Ratings (26 de marzo de 2015). *Avianca Holdings S.A.* Obtenido de http://www.aviancaholdings.com/images/kit_inv/Fitch_Affirms_BB-Rating.pdf
- Grupo Bancolombia (16 de octubre de 2013). *Investigaciones económicas & estrategias*. Obtenido de https://www.google.com.co/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=6&cad=rja&uact=8&ved=0CDoQFjAF&url=http%3A%2F%2Finvestigaciones.bancolombia.com%2Finveconomicas%2Finformes%2FPDF.aspx%3FIdDoc%3D30210&ei=c7aRVbH4Osrz-QHBg7XQDw&usg=AFQjCNGspR4W2VwuB_wMfeJ3gQ
- LATAM (2015). *Memorias anuales*. Obtenido de http://media.corporate-ir.net/media_files/IROL/25/251289/LATAM_Memoria_Anual_2014.pdf
- Ministerio de Transporte (abril de 2009). Obtenido de <https://www.mintransporte.gov.co/descargar.php?idFile=4248>
- Standard & Poor's (5 de mayo de 2015). *Avianca Holdings S.A.* Obtenido de http://www.aviancaholdings.com/images/kit_inv/050515_Aviaanca_Holdings_PRESP.pdf
- Superintendencia Financiera de Colombia (24 de marzo de 2015). *Reportes*. Obtenido de <https://www.superfinanciera.gov.co/reportes/?LO=00000001a6b7c8d9000000030000000e000033cc4c238b2300000000001ffff0&type=application/pdf>

ACTIVOS	2012	2013	2014
Activos corrientes			
Efectivo y equivalentes de efectivo	409,544	759,115	642,878
Inversiones disponibles para la venta	19,460	-	1,218
Cuentas por cobrar, neto de estimación para cuentas de cobro dudoso	202,962	276,963	355,168
Cuentas por cobrar con partes relacionadas	29,427	26,425	27,386
Repuestos no reparables y suministros, neto de provisión por obsolescencia	48,796	53,158	65,614
Gastos pagados por anticipado	54,512	46,745	56,065
Activos mantenidos para la venta	9,832	7,448	1,369
Depósitos y otros activos	105,028	64,410	128,293
Inversiones de corto plazo		44,326	41,631
Valor actual de los instrumentos derivados		16,598	4,204
Total activos corrientes	879,561	1,295,188	1,323,826
Activos no corrientes			
Inversiones disponibles para la venta	13,165	14,878	237
Depósitos y otros activos	221,558	170,155	179,181
Otros activos		19,021	26,886
Inversiones de LP		-	11,943
Cuentas por cobrar, neto de estimación para cuentas de cobro dudoso	64,540	32,441	42,407
Cuentas por cobrar con partes relacionadas	24,001	-	11,247
Activos intangibles	344,908	363,103	416,070
Impuesto diferido activo	73,644	50,893	35,664
Propiedades y equipo, neto	2,699,546	3,233,358	4,128,051
Total activos no corrientes	3,441,362	3,883,849	4,851,686
Total activos	4,320,923	5,179,037	6,175,512
PASIVOS Y PATRIMONIO			
Pasivos corrientes			
Porción corriente de deuda a largo plazo	282,145	314,165	458,679
Cuentas por pagar	488,568	509,129	547,494
Cuentas por pagar con partes relacionadas	7,309	7,553	13,797
Gastos acumulados	181,802	134,938	138,262
Provisión para litigios	7,903	14,984	14,157
Provisión para condiciones de retorno	7,598	33,033	61,425
Beneficios de empleados	57,241	52,392	49,193
Ingresos diferidos por transporte no devengados	468,789	564,605	461,118
Otros pasivos	29,470	27,432	127,496
Total pasivos corrientes	1,530,825	1,658,231	1,871,621
Pasivos no corrientes			
Deuda a largo plazo	1,572,299	1,951,330	2,711,898
Cuentas por pagar	3,041	2,735	21,167
Provisión para condiciones de retorno	59,297	56,065	70,459
Beneficios de empleados	400,831	276,284	173,460
Pasivos por impuesto diferido	2,528	7,940	15,760
Ingresos diferidos por transporte no devengados		-	85,934

Otros pasivos no corrientes	-	11,706	8,466
Total pasivos no corrientes	2,037,996	2,306,060	3,087,144
Total pasivos	3,568,821	3,964,291	4,958,765
PATRIMONIO			
Acciones comunes	92,675	83,225	82,600
Acciones preferentes	19,473	41,398	42,023
Capital adicional pagado en acciones comunes	263,178	236,342	234,567
Capital adicional pagado en acciones preferentes	270,061	467,498	469,273
Utilidades retenidas	68,153	351,102	355,671
Revaluación y otras reservas	25,418	28,857	24,550
Total patrimonio atribuible a la compañía	738,958	1,208,422	1,208,684
Participación no controladora	13,144	6,324	8,063
Total patrimonio	752,102	1,214,746	1,216,747
Total pasivos y patrimonio	4,320,923	5,179,037	6,175,512

BALANCE PROYECTADO. Miles de Dólares (000 USD)

ACTIVOS	2015py	2016py	2017py	2018py	2019py
Activos corrientes					
Efectivo y equivalentes de efectivo	530,912	615,835	695,830	742,799	738,870
Inversiones disponibles para la venta	1,218	1,218	1,218	1,218	1,218
Cuentas por cobrar, neto de estimación para cuentas de cobro dudoso	370,818	386,742	408,154	430,818	454,854
Cuentas por cobrar con partes relacionadas	28,593	29,821	31,472	33,219	35,072
Repuestos no reparables y suministros, neto de provisión por obsolescencia	66,506	69,384	72,685	76,610	80,627
Gastos pagados por anticipado	56,065	56,065	56,065	56,065	56,065
Activos mantenidos para la venta	1,388	1,448	1,517	1,598	1,682
Depósitos y otros activos	130,036	135,664	142,120	149,794	157,647
Inversiones de corto plazo	41,631	41,631	41,631	41,631	41,631
Valor actual de los instrumentos derivados	4,204	4,204	4,204	4,204	4,204
Total activos corrientes	1,231,371	1,342,010	1,454,894	1,537,957	1,571,870
Activos no corrientes					
Inversiones disponibles para la venta	237	237	237	237	237
Depósitos y otros activos	181,616	189,475	198,492	209,211	220,178
Otros activos	27,251	28,431	29,784	31,392	33,038
Inversiones de LP	11,943	11,943	11,943	11,943	11,943
Cuentas por cobrar, neto de estimación para cuentas de cobro dudoso	44,276	46,177	48,733	51,440	54,309
Cuentas por cobrar con partes relacionadas	11,743	12,247	12,925	13,643	14,404
Activos intangibles	402,587	389,104	375,621	362,138	348,655
Impuesto diferido activo	-	-	-	-	-
Propiedades y equipo, neto	4,231,003	4,364,234	4,534,851	4,740,727	5,064,469
Total activos no corrientes	4,910,655	5,041,847	5,212,586	5,420,730	5,747,232
Total activos	6,142,026	6,383,857	6,667,480	6,958,687	7,319,102
PASIVOS Y PATRIMONIO					
Pasivos corrientes					
Porción corriente de deuda a largo plazo	-	-	-	-	-
Cuentas por pagar	554,933	578,948	606,499	639,250	672,761
Cuentas por pagar con partes relacionadas	13,984	14,590	15,284	16,109	16,954
Gastos acumulados	140,141	146,205	153,163	161,434	169,896
Provisión para litigios	14,157	14,157	14,157	14,157	14,157
Provisión para condiciones de retorno	62,260	64,954	68,045	71,719	75,479
Beneficios de empleados	49,861	52,019	54,495	57,437	60,448
Ingresos diferidos por transporte no devengados	439,096	458,098	479,898	505,812	532,328
Otros pasivos	129,228	134,821	141,237	148,863	156,667
Total pasivos corrientes	1,403,661	1,463,792	1,532,777	1,614,783	1,698,691
Pasivos no corrientes					
Deuda a largo plazo	3,000,629	3,002,869	2,999,493	2,964,874	2,970,517
Cuentas por pagar	21,455	22,383	23,448	24,714	26,010
Provisión para condiciones de retorno	71,416	74,507	78,053	82,267	86,580
Beneficios de empleados	175,817	183,426	192,154	202,531	213,148
Pasivos por impuesto diferido	-	-	-	-	-

BALANCE PROYECTADO. Miles de Dólares (000 USD)

Ingresos diferidos por transporte no devengados	81,830	85,371	89,434	94,263	99,205
Otros pasivos no corrientes	8,581	8,952	9,378	9,885	10,403
Total pasivos no corrientes	3,359,728	3,377,508	3,391,960	3,378,535	3,405,863
Total pasivos	4,763,389	4,841,300	4,924,737	4,993,318	5,104,554
PATRIMONIO					
Acciones comunes	82,600	82,600	82,600	82,600	82,600
Acciones preferentes	42,023	42,023	42,023	42,023	42,023
Capital adicional pagado en acciones comunes	234,567	234,567	234,567	234,567	234,567
Capital adicional pagado en acciones preferentes	469,273	469,273	469,273	469,273	469,273
Utilidades retenidas	509,287	664,885	856,573	1,070,447	1,310,837
Revaluación y otras reservas	24,550	24,550	24,550	24,550	24,550
Total patrimonio atribuible a la compañía	1,362,300	1,517,898	1,709,586	1,923,460	2,163,850
Participación no controladora	16,337	24,660	33,157	41,909	50,699
Total patrimonio	1,378,637	1,542,558	1,742,743	1,965,369	2,214,548
Total pasivos y patrimonio	6,142,026	6,383,857	6,667,480	6,958,687	7,319,102

	2,011	2,012	2,013	2,014
Ingresos operacionales:				
Pasajeros	3,182,953	3,550,559	3,862,397	3,867,863
Carga y otros	611,475	719,097	747,207	834,168
TOTAL INGRESOS OPERACIONALES	3,794,428	4,269,656	4,609,604	4,702,031
Gastos operacionales:				
Operaciones de vuelo	-79,934	-84,774	-82,872	-56,695
Combustible de aeronaves	-1,123,547	-1,305,396	-1,325,763	-1,345,755
Operaciones terrestres	-279,607	-321,552	-343,812	-399,061
Arrendamiento de aeronaves	-214,861	-255,566	-273,643	-299,220
Servicios a pasajeros	-115,049	-132,823	-143,512	-154,445
Mantenimiento y reparaciones	-228,280	-222,705	-188,659	-265,894
Tráfico aéreo	-177,407	-169,650	-180,140	-206,859
Mercadeo y ventas	-500,822	-522,645	-584,468	-602,210
Generales, administrativos y otros	-184,700	-206,666	-257,273	-165,396
Salarios, sueldos y beneficios	-561,331	-644,901	-674,951	-722,011
Depreciación, amortización y deterioro	-126,507	-122,080	-169,580	-199,900
TOTAL GASTOS OPERACIONALES	-3,592,045	-3,988,758	-4,224,673	-4,417,446
UTILIDAD OPERACIONAL	202,383	280,898	384,931	284,585
Gastos por intereses	-90,778	-122,112	-113,330	-134,289
Ingresos por intereses	33,649	25,006	11,565	15,436
Instrumentos derivados	-3,164	-24,042	-11,402	5,924
Diferencial cambiario	1,600	-56,788	23,517	-6,043
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO DE RENTA	143,690	102,962	295,281	165,613
Gasto de impuesto sobre la renta-corriente	-31,881	-49,884	-40,296	-33,465
Gasto de impuesto sobre la renta-diferido	-11,933	-14,821	6,164	-11,669
TOTAL GASTOS POR IMPUESTO SOBRE LA RENTA	-43,814	-64,705	-34,132	-45,134
UTILIDAD NETA	99,876	38,257	248,821	120,479

ESTADO DE INGRESOS PROYECTADO. Miles de Dólares (000 USD)

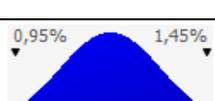
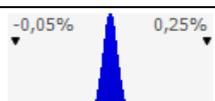
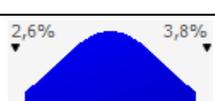
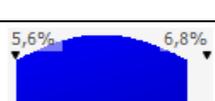
	2015py	2016py	2017py	2018py	2019py
Ingresos operacionales:					
Pasajeros	4,088,062	4,263,615	4,499,665	4,749,522	5,014,508
Carga y otros	870,925	908,325	958,613	1,011,843	1,068,296
TOTAL INGRESOS OPERACIONALES	4,909,221	5,120,038	5,403,502	5,703,547	6,021,760
Gastos operacionales:					
Operaciones de vuelo	-60,509	-63,386	-68,169	-75,090	-82,464
Combustible de aeronaves	-1,330,204	-1,445,756	-1,600,864	-1,808,823	-2,008,528
Operaciones terrestres	-419,506	-441,043	-463,731	-487,634	-512,819
Arrendamiento de aeronaves	-286,821	-304,334	-318,441	-337,571	-355,640
Servicios a pasajeros	-157,567	-167,291	-174,992	-185,533	-195,449
Mantenimiento y reparaciones	-264,302	-276,865	-297,761	-327,990	-360,197
Tráfico aéreo	-203,911	-212,668	-224,442	-236,905	-250,122
Mercadeo y ventas	-600,466	-597,835	-586,656	-562,161	-540,455
Generales, administrativos y otros	-202,919	-202,030	-198,252	-189,975	-182,639
Salarios, sueldos y beneficios	-719,920	-716,765	-703,363	-673,994	-647,971
Depreciación, amortización y deterioro	-231,343	-243,262	-256,855	-272,106	-291,876
TOTAL GASTOS OPERACIONALES	-4,477,470	-4,671,234	-4,893,527	-5,157,781	-5,428,161
UTILIDAD OPERACIONAL	431,750	448,803	509,975	545,766	593,599
Gastos por intereses	-195,341	-206,550	-206,185	-204,151	-206,772
Ingresos por intereses	25,511	23,045	23,045	23,045	23,045
Instrumentos derivados	0	0	0	0	0
Diferencial cambiario	0	0	0	0	0
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO DE RENTA	261,921	265,298	326,835	364,661	409,872
Gasto de impuesto sobre la renta-corriente	-81,195	-82,242	-101,319	-113,045	-127,060
Gasto de impuesto sobre la renta-diferido	0	0	0	0	0
TOTAL GASTOS POR IMPUESTO SOBRE LA RENTA	-81,195	-82,242	-101,319	-113,045	-127,060
UTILIDAD NETA	180,725	183,056	225,516	251,616	282,812

	2013	2014
Ingresos Operacionales	4,609,604	4,702,031
- Gastos Operacionales	- 4,224,673	- 4,417,446
= Utilidad Operacional	384,931	284,585
- Impuestos Sobre la Utilidad Operacional	- 162,282	- 108,125
UODI	222,649	176,460
+ Depreciación y Amortización	169,580	199,900
FC BRUTO	392,229	547,396
- Incremento KTNO	- 307,679	- 160,123
- Inversiones de Capital	160,711	- 206,371
FC LIBRE	245,261	180,902

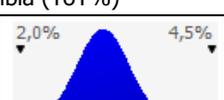
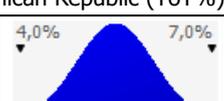
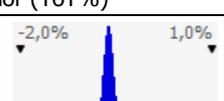
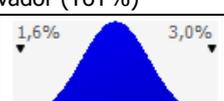
	2015py	2016py	2017py	2018py	2019py
Ingresos Operacionales	4,909,221	5,120,038	5,403,502	5,703,547	6,021,760
- Gastos Operacionales	- 4,477,470	- 4,671,234	- 4,893,527	- 5,157,781	- 5,428,161
= Utilidad Operacional	431,750	448,803	509,975	545,766	593,599
- Impuestos Sobre la Utilidad Operacional	- 133,843	- 139,129	- 158,092	- 169,188	- 184,016
UODI	297,908	309,674	351,882	376,579	409,583
+ Depreciación y Amortización	231,343	243,262	256,855	272,106	291,876
FC BRUTO	529,251	552,936	608,737	648,685	701,459
- Incremento KTNO	- 14,073	39,689	41,673	52,965	53,152
- Inversiones de Capital	-320,812	-363,010	-413,989	-464,499	-602,135
FC LIBRE	194,366	229,615	236,421	237,150	152,477

WACC promedio	7.64%
Valor presente FCL	546,242
Valor residual	3,305,643
g	3%
Valor presente Valor residual	2,646,156
Valor operaciones del negocio	3,192,398
Inversiones permanentes	55,029
Excesos de liquidez	615,835
Valor de activos	3,863,261
(-) Valor presente de la deuda	3,002,869
Valor del patrimonio	860,393
No. Acciones en circulación	996,987,288
Precio objetivo (USD)	0.86
Precio objetivo (COP)	2,650
Valor mercado (COP)	1,695
Potencial de valorización	56%

Modelación: Variables de entrada (Rolling WACC)

Nombre	Gráfico	Función	Mín	Media	Máx
Categoría: Crecimiento IPC (Variación Anual)					
Crecimiento IPC (Variación Anual) / 2015py		RiskNormal(0,044;3;RiskTruncate(3,4%;5,4%))	3.40%	4.40%	5,4000%
Categoría: Cto IPC Centroamérica					
Cto IPC Centroamérica / 2015py		RiskNormal(0,020952380952381;0,0020952380952381;RiskTruncate(1,6%;2,6%))	1.60%	2.10%	2,6000%
Categoría: Cto IPC Colombia					
Cto IPC Colombia / 2015py		RiskNormal(0,044;0,0044;RiskTruncate(3,4%;5,4%))	3.40%	4.40%	5,4000%
Categoría: Cto IPC Ecuador					
Cto IPC Ecuador / 2015py		RiskNormal(0,041;0,0041;RiskTruncate(3,6%;4,6%))	3.60%	4.10%	4,6000%
Categoría: Cto IPC Europa					
Cto IPC Europa / 2015py		RiskNormal(0,012;0,0012;RiskTruncate(1%;1,4%))	1.00%	1.20%	1,4000%
Categoría: Cto IPC Intra Home Markets					
Cto IPC Intra Home Markets / 2015py		RiskNormal(0,0277777777777778;0,0027777777777778;RiskTruncate(2,28%;3,28%))	2.28%	2.78%	3,2800%
Categoría: Cto IPC Latinoamérica y el Caribe					
Cto IPC Latinoamérica y el Caribe / 2015py		RiskNormal(0,112;0,0112;RiskTruncate(10,2%;12,2%))	10.20%	11.20%	12,2000%
Categoría: Cto IPC Norteamérica					
Cto IPC Norteamérica / 2015py		RiskNormal(0,001;0,0001;RiskTruncate(0;0,2%))	0.00%	0.10%	0,2000%
Categoría: Cto IPC Perú					
Cto IPC Perú / 2015py		RiskNormal(0,032;0,0032;RiskTruncate(2,7%;3,7%))	2.70%	3.20%	3,7000%
Categoría: Cto IPC Suramérica					
Cto IPC Suramérica / 2015py		RiskNormal(0,0615;0,00615;RiskTruncate(5,65%;6,65%))	5.65%	6.15%	6,6500%
Categoría: Cto Pasajeros Ttads Centroamérica					
Cto Pasajeros Ttads Centroamérica / 15		RiskNormal(0,047;0,0047;RiskTruncate(3,7%;5,7%))	3.7%	4.7%	5,7000%
Categoría: Cto Pasajeros Ttads Colombia					

VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA. Miles de Dólares (000 USD)

Cto Pasajeros Ttads Colombia / 15		RiskNormal(0,06;0,006;RiskTruncate(5%;7%))	5.0%	6.0%	7,0000%
Categoría: Cto Pasajeros Ttads Europa					
Cto Pasajeros Ttads Europa / 15		RiskNormal(0,027;0,0027;RiskTruncate(2,5%;2,9%))	2.5%	2.7%	2,9000%
Categoría: Cto Pasajeros Ttads Norteamérica					
Cto Pasajeros Ttads Norteamérica / 15		RiskNormal(0,032;0,0032;RiskTruncate(3%;3,4%))	3.0%	3.2%	3,4000%
Categoría: Cto Pasajeros TtadsLatinoamérica					
Cto Pasajeros TtadsLatinoamérica / 15		RiskNormal(0,047;0,0047;RiskTruncate(3,7%;5,7%))	3.7%	4.7%	5,7000%
Categoría: Cto PIB Argentina (YoY%)					
Cto PIB Argentina (YoY%) / 2015py		RiskNormal(0,022;0,0022;RiskTruncate(1,2%;3,2%))	1.20%	2.20%	3,2000%
Categoría: Cto PIB Bolivia (YoY%)					
Cto PIB Bolivia (YoY%) / 2015py		RiskNormal(0,041;0,0041;RiskTruncate(3,1%;5,1%))	3.10%	4.10%	5,1000%
Categoría: Cto PIB Brazil (YoY%)					
Cto PIB Brazil (YoY%) / 2015py		RiskNormal(-0,038;0,0038;RiskTruncate(-4,8%;-2,8%))	-4.80%	-3.80%	-2,8000%
Categoría: Cto PIB Chile (YoY%)					
Cto PIB Chile (YoY%) / 2015py		RiskNormal(0,021;0,0021;RiskTruncate(1,6%;2,6%))	1.60%	2.10%	2,6000%
Categoría: Cto PIB Colombia (YoY%)					
Cto PIB Colombia (YoY%) / 2015py		RiskNormal(0,031;0,0031;RiskTruncate(2,1%;4,1%))	2.10%	3.10%	4,1000%
Categoría: Cto PIB Costa Rica (YoY%)					
Cto PIB Costa Rica (YoY%) / 2015py		RiskNormal(0,027;0,0027;RiskTruncate(1,7%;3,7%))	1.70%	2.70%	3,7000%
Categoría: Cto PIB Dominican Republic (YoY%)					
Cto PIB Dominican Republic (YoY%) / 2015py		RiskNormal(0,055;0,0055;RiskTruncate(4,5%;6,5%))	4.50%	5.50%	6,5000%
Categoría: Cto PIB Ecuador (YoY%)					
Cto PIB Ecuador (YoY%) / 2015py		RiskNormal(-0,006;0,0006;RiskTruncate(-1,6%;0,6%))	-1.60%	-0.60%	0,6000%
Categoría: Cto PIB El Salvador (YoY%)					
Cto PIB El Salvador (YoY%) / 2015py		RiskNormal(0,023;0,0023;RiskTruncate(1,8%;2,8%))	1.80%	2.30%	2,8000%

Categoría: Cto PIB European Union (YoY%)					
Cto PIB European Union (YoY%) / 2015py		RiskNormal(0,019;0,0019;RiskTruncate(1,7%;2,1%))	1.70%	1.90%	2,1000%
Categoría: Cto PIB Guatemala (YoY%)					
Cto PIB Guatemala (YoY%) / 2015py		RiskNormal(0,038;0,0038;RiskTruncate(2,8%;4,8%))	2.80%	3.80%	4,8000%
Categoría: Cto PIB Latin America (YoY%)					
Cto PIB Latin America (YoY%) / 2015py		RiskNormal(-0,008;0,0008;RiskTruncate(-1,8%;0,8%))	-1.80%	-0.80%	0,8000%
Categoría: Cto PIB Norteamérica (% YoY)					
Cto PIB Norteamérica (% YoY) / 2015py		RiskNormal(0,023;0,0023;RiskTruncate(2,1%;2,5%))	2.10%	2.30%	2,5000%
Categoría: Cto PIB Perú (YoY%)					
Cto PIB Perú (YoY%) / 2015py		RiskNormal(0,028;0,0028;RiskTruncate(1,8%;3,8%))	1.80%	2.80%	3,8000%
Categoría: LF					
LF / 2015py		RiskNormal(0,7942;0,07942;RiskTruncate(76,42%;82,42%))	76.42%	79.42%	82,4200%
Categoría: Precio Promedio Barril Jet Fuel					
Precio Promedio Barril Jet Fuel / 2015py		RiskNormal(76,13;7,613;RiskTruncate(73,13;79,13))	73.13	76.13	79,13
Categoría: TRM py					
TRM py / 2015py		RiskNormal(3146;314,6;RiskTruncate(2946;3346))	2,946	3,146	3346
Categoría: Valor de la acción en \$COP					
Valor de la acción en \$COP / 2016py		RiskNormal(12,5;5;RiskTruncate(0;))	\$ -	\$12.59	+∞
Categoría: Crecimiento (g)					
Crecimiento (g) / 2019py		RiskNormal(0,03;0,003;RiskTruncate(2%;4%))	2%	3%	4,0000%
Categoría: WACC USD					
WACC USD / 2015py		RiskNormal(0,075303233025607;0,0075303233025607;RiskTruncate(6,53%;8,53%))	6.53%	7.53%	8,5300%

Modelación: Variables de entrada (Estructura fija)

	Nombre	Gráfico	Función	Mín	Media	Máx
PROYECCIONES						
Categoría: Crecimiento (g)						
	Crecimiento (g) / 2019py		RiskBetaGeneral(2;2;0,027;0,033 ;RiskTruncate(0,5%;5,5%))	3%	3,0000%	3,3000%
Categoría: WACC USD						
	WACC USD / 2015py		RiskBetaGeneral(2;2;0,06777134 50020768;0,0828316438914272; RiskTruncate(6,53%;8,53%))	6.78%	7,5301%	8,2832%

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 sólo 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