

Avianca Holdings S.A.
Bolsa de Valores de Colombia/PFAVH

Cobertura continua

Fecha de Valoración: 31 de marzo de 2016

Recomendación: COMPRAR

Precio de la Acción y Valor del COLCAP

Precio de la acción: COP 1.900,00 (31 de marzo de 2016)

Valor COLCAP: 1.336,27 (31 de marzo de 2016)

Potencial de valorización del 30,54% a junio de 2016, con un valor de COP 2.480,35

Enfoque de la compañía en mejora del desempeño financiero, apalancamiento y liquidez

Alto riesgo por volatilidad del precio del crudo y tipo de cambio

Tabla de Valoración con los datos financieros más destacados en miles de USD

	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
% EBITDA	11,66%	11,20%	11,56%	12,29%	11,80%	11,73%	11,83%	11,93%	12,03%	12,13%
% EBITDAR	18,05%	17,59%	17,95%	18,68%	18,19%	18,12%	18,22%	18,32%	18,42%	18,52%
UNODI*	133.878	142.368	192.090	278.600	273.718	280.483	295.979	313.987	334.072	355.871
WACC	8,82%	8,60%	8,49%	9,15%	9,10%	9,08%	9,07%	9,02%	8,96%	8,95%
VP FCLO**	429.252	356.014	423.338	441.322	215.730	29.059	56.905	78.114	94.084	105.490
ROE	2,56%	3,22%	6,05%	9,80%	8,65%	7,87%	7,54%	7,41%	7,35%	7,24%
ROA	0,59%	0,81%	1,74%	3,33%	3,15%	2,99%	2,96%	3,10%	3,26%	3,29%
ROIC	2,97%	3,41%	4,93%	7,86%	8,57%	8,95%	8,80%	8,84%	9,01%	9,28%

*Utilidad Neta Operativa Después de Impuestos

**Valor Presente del Flujo de Caja Libre Operativo del año t en el tiempo cero

Capitalización del Mercado, datos financieros y accionarios

Capitalización Bursátil: COP 646.965.042.300,00 (31 de marzo de 2016; BVC).

Acciones en Circulación: 340.507.917,00 (Dic 31 – 2015; Estados Financieros Consolidados)

Volumen Promedio diario DEL ÚLTIMO AÑO: COP \$2.259,43 millones

Bursatilidad: Alta

Participación índice: COLCAP: 0,74%, COLEQTY: 0,73%, COLIR: 0,78%

Cotiza en: Bolsa de Valores de Colombia (PFAVH) & Bolsa de Valores de Nueva York (AVH)

Beta: 0,98 (Fuente: Bloomberg)

Rango último año: COP3.665,00 – COP1.900,00

Apreciación global de la Compañía

Localización: Aquilino de la Guardia Calle 8 Ciudad de Panamá / Panamá

Industria: Transporte Aéreo

Descripción: Avianca Holdings SA es una compañía dedicada a proveer servicios de transporte aéreo para pasajeros, carga y otros servicios, operando principalmente en Norte, Centro y Sur América, el Caribe y Europa.

Productos y servicios: Transporte de pasajeros y de carga, programa de lealtad, logística, servicios de aeropuertos, mantenimiento y entrenamiento, agencia de viajes.

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

Analistas:

Juan Camilo Yepes Gallego

Yuly Alejandra Jaramillo Henao

Directora de la Investigación de Inversión:

Sandra Constanza Gaitán Riaño

Asesor de Investigación:

Álvaro Hernández Bonet

DESEMPEÑO DEL PRECIO ACCIONARIO

Figura 1. Precio de mercado de la acción para un período de 5 años

Fuente: www.bloomberg.com – al 31 de marzo de 2016.

La oferta pública inicial de acciones fue el 28 de marzo de 2011 por un valor de COP5.000,00. El primer día de operaciones llegó a un máximo intra-diario de COP5.900,00, precio que nunca ha podido volver a alcanzar, y hasta marzo de 2016 se ha desvalorizado más del 60,00%. En el último año registró un máximo de COP3.900,00 en abril de 2015 y un mínimo histórico de COP1.445,00 en noviembre del mismo año, momento a partir del cual ha experimentado una valorización cercana al 30,00%. Hasta abril de 2016 se presenta una valorización aproximada de 11,00%.

RESUMEN DE LA INVERSIÓN

Se recomienda **“Comprar”**, la acción de **Avianca Holdings S.A.** Puesto que se proyectó un valor de COP2.480,35 o USD6,57 por ADR al 30 de junio de 2016, con un potencial de **valorización del 30,54%**. Los factores claves que sustentan la valoración consideran la estrategia comunicada por la compañía que incluye: racionalización del Capex y crecimiento moderado de capacidad (ASK) en el mediano plazo; disminución de yields en el corto plazo afectados por la devaluación del tipo de cambio; eficiencia en el factor de ocupación y costos de operación (CASK), beneficio en corto plazo por los bajos precios del combustible y enfoque en la generación de flujo de caja para disminuir el nivel de apalancamiento. La acción tiene un **Alto Riesgo** de inversión, por la fuerte dependencia al tipo de cambio y precio del crudo, los cuales tienen una alta volatilidad.

TESIS DE INVERSIÓN

Avianca Holdings S.A. lidera el sector del transporte aéreo colombiano con 58,40% de participación de mercado al cierre de 2015, y en Latinoamérica puja por el segundo puesto con un 12.00%. El principal reto de la compañía es **mejorar su desempeño financiero reduciendo el nivel de apalancamiento**, donde en el 2015 el ratio de deuda total/capital fue del 72,67% y el ratio de deuda total/ EBITDAR terminó en 6,8x, superior al nivel esperado por Fitch Ratings de 5,5x, entidad que califica la deuda de largo plazo de la compañía en un nivel B altamente especulativo y con perspectiva negativa por estar muy condicionada a un entorno económico y de negocio favorable y estable. La Holding **debe mantener un nivel mínimo de liquidez** con una caja disponible/Ingresos del 10,00%, el cual para el 2015 fue

del 10,99%. Para lograr lo anterior, la compañía declaró una **reducción de capex en el periodo 2016-2019** hasta llegar a un 50,00%, manteniendo un nivel anual promedio de USD478.007,00 inferior a los USD818.807,00 de los últimos tres años. La anterior estrategia está acompañada de un **uso de la caja disponible para pago de deuda** de más del 60,00% en periodo especificado.

En línea con el buen desempeño financiero requerido y el objetivo de fortalecer el posicionamiento y crecimiento en el mercado, en la **proyección de ingresos** se aplicaron las nuevas definiciones estratégicas de: **crecimiento moderado de capacidad (ASK)** del 5,00% en 2016, y del 2.20% entre 2017 y 2020; cifras que están por debajo del crecimiento histórico 2012-2015 de 6,79%, e incluso inferiores al crecimiento registrado en el último año en donde las sillas disponibles por kilómetro de la Holding crecieron un 8.40%, desempeño que supera el del mercado internacional del 5.60% sin superar el crecimiento de Latinoamérica del 9,20%; **optimización del factor de ocupación** a niveles entre el 78,00% y el 80,50% con un crecimiento anual del 0,50% para lograr el estándar internacional de 80,30%, con acciones como: apertura de nuevas rutas de alto tráfico, incremento de frecuencias de rutas actuales con potencial de crecimiento, optimización de sillas disponibles en la nueva flota y tarifas promocionales buscando **contrarrestar la disminución de la demanda y los yields por el efecto de la devaluación de los tipos de cambio**. También, se consideró la estrategia de la Compañía de **diversificación de ingresos con transporte de carga y otros servicios**; los cuales en 2015 representaron el 20,71% del total de ingresos superando por amplia ventaja a los competidores más grandes como LATAM y GOL que obtienen por dicho concepto un 17.20% y 11.20%, respectivamente. AVIANCA espera lograr lo anterior ampliando el portafolio de opciones de redención del programa de fidelidad Life Miles a través de la

vinculación de más aliados a su red, y lanzando tarjetas de crédito de marcas compartidas con diferentes entidades financieras. Todo lo anterior se traduce en un decrecimiento de ingresos para 2016 en 5,22%, con una recuperación hacia los años siguientes a un nivel promedio del 4,18%, donde la participación de los otros ingresos llegará a representar un 22,41% en promedio durante los diez años del periodo de la proyección.

Para **mejorar la rentabilidad** se espera **eficiencia en costos de operación CASK Exfuel** en el 2016 del 14,84%, enfocándose en los rubros controlables por la compañía y que están en función de los ingresos, como lo son las operaciones de vuelo y terrestres, servicios de pasajeros y el tráfico aéreo. Esto también será posible gracias a la eficiencia generada por la renovación de flota y la homologación de tipos de aeronaves para hacer más eficiente los procesos de mantenimiento y entrenamiento de pilotos. Adicionalmente, se espera una **reducción de 11,23% en el costo de combustible** en 2016, el cual entre 2012-2015 representó en promedio un 27,76% de los ingresos, viéndose este tipo de gasto beneficiado por la volatilidad del precio del crudo en 2015 con un precio promedio a USD50,08 por barril, el cual a marzo de 2016 estuvo por encima de USD30,00 (PrecioPetroleo.net). Según la Agencia Internacional de Energía (International Energy Agency, 2016) se estima que el crudo crezca a una tasa de 1.2% anual entre 2017-2021. Cabe precisar que un incremento en los precios del crudo mayor a las expectativas, podría afectar significativamente los resultados operacionales de la Holding.

Teniendo en cuenta el escenario descrito para la compañía, **en el periodo de la proyección se estima en promedio un margen EBIT del 7,96%, un margen EBITDAR del 18,21% y un ROIC del 7%.** El logro de los objetivos planteados depende de un panorama complejo y retador, pero la aplicación disciplinada de la estrategia puede derivarse

en un desempeño sostenible bajo las expectativas del mercado. Con los resultados de la valoración y el análisis de sensibilidad realizado **se recomienda “Comprar” manteniendo posiciones largas por el alto riesgo de la compañía**, teniendo en cuenta que el precio de la acción al 31 de marzo fue de COP1.900,00 y el descuento de los flujos de caja proyectados presentaba un valor objetivo de COP 2.480,35 con un potencial de valorización del 30,54%. El análisis de sensibilidad arroja un rango de valor de la acción entre COP1.999,38 y COP2.944,05 con un grado de certeza del 95%.

VALORACIÓN

La metodología utilizada en la valoración de Avianca Holding S.A. fue el Flujo de Caja Descontado (DFC), siendo el método más ampliamente aplicado en estos casos. Se realizó partiendo de las proyecciones de las actividades operativas, de inversión y de financiación de la compañía y aplicando la reorganización de la información financiera con la metodología sugerida por (McKinsey & Company, 2010), pero respetando siempre el Burkenroad Guidelines. La proyección contiene el análisis del desempeño reciente de la compañía, las condiciones macroeconómicas relacionadas con el sector de Transporte Aéreo y las expectativas de comportamiento futuro.

Tabla 1: Cálculo del WACC

Avianca Holdings S.A.

01 de abril de 2015

Componente	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Prop. esperada deuda D/D+P	68,17%	64,96%	58,66%	49,89%	47,23%	45,86%	44,99%	41,75%	38,37%	37,83%
Prop. esperada patrimonio P/D+P	31,83%	35,04%	41,34%	50,11%	52,77%	54,14%	55,01%	58,25%	61,63%	62,17%
Prop. Deuda/Patrimonio D/P	2,14	1,85	1,42	1,00	0,90	0,85	0,82	0,72	0,62	0,61
Beta Industria (β) Desapalancado	0,98	0,98	0,98	0,98	0,98	0,98	0,98	0,98	0,98	0,98
Beta Industria (β) Apalancado	2,24	2,03	1,77	1,62	1,56	1,53	1,51	1,44	1,38	1,37
Default spread Corporativo / Fitch	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Tasa libre de riesgo (Rf)	1,87%	1,87%	1,87%	1,87%	1,87%	1,87%	1,87%	1,87%	1,87%	1,87%
Prima de riesgo del mercado (rm)	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%
Riesgo país (Rp) Pond. x ingresos	2,72%	2,72%	2,72%	2,72%	2,72%	2,72%	2,72%	2,72%	2,72%	2,72%
Participación Ingresos x Región										
Colombia + otros	49%	49%	49%	49%	49%	49%	49%	49%	49%	49%
América del Norte	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%
Centro América y el Caribe	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%
América del Sur (Sin Colombia)	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%
Costo del patrimonio (Kd)	16,67%	15,32%	13,59%	12,61%	12,18%	11,97%	11,85%	11,41%	11,01%	10,95%
Colombia + otros	16,83%	15,46%	13,71%	12,72%	12,28%	12,08%	11,95%	11,51%	11,11%	11,05%
América del Norte	10,58%	9,78%	8,77%	8,19%	7,93%	7,81%	7,74%	7,49%	7,25%	7,21%
Centro América y el Caribe	25,12%	22,98%	20,27%	18,73%	18,05%	17,73%	17,53%	16,85%	16,22%	16,13%
América del Sur (Sin Colombia)	15,35%	14,11%	12,54%	11,65%	11,25%	11,07%	10,95%	10,56%	10,19%	10,14%
Costo de la deuda (Kd)	8,59%	8,59%	8,59%	8,59%	8,59%	8,59%	8,59%	8,59%	8,59%	8,59%
WACC	8,82%	8,60%	8,49%	9,15%	9,10%	9,08%	9,07%	9,02%	8,96%	8,95%

Fuente: equipo de trabajo a partir de cifras de Bloomberg, EMBI, Fitch, Damodarán

Tabla 2: Cálculo valor presente del Flujo de Caja Libre Descontado en miles USD

Componente	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Factor descuento	91,89%	84,78%	78,31%	70,47%	64,69%	59,36%	54,47%	50,13%	46,19%	42,42%
Flujos de caja en miles USD										
FCLO	467.116	419.905	540.574	626.292	333.496	48.952	104.473	155.822	203.691	248.653
FCLNO	-13.745	-19.929	-6.900	5.951	18.240	27.204	36.963	42.941	49.809	64.037
Valor presente de los Flujos de Caja - Año 0 en miles de USD										
FCLO	429.252	356.014	423.338	441.322	215.730	29.059	56.905	78.114	94.084	105.490
FCLNO	-12.631	-16.896	-5.404	4.193	11.799	16.149	20.133	21.526	23.007	27.167

Valor presente de los Flujos de Caja - Año 0 en miles USD

Flujo de Caja Libre Operativo	USD 2.229.306,75
Flujo de Caja Libre No Operativo	USD 89.042,60
Valor residual	USD 1.481.736,01
Disponible	USD 479.381,00
Deuda Financiera	USD 3.472.994,00
Interés minoritario	USD 18.646,00

Valoración en miles USD	31/12/15	30/06/16
Valor Compañía	USD 4.279.466,37	USD 4.463.706,68
Valor del Patrimonio	USD 787.826,37	USD 821.744,00
Número acciones en circulación	1.001.307.920	1.001.307.920
TRM (31 marzo 2016)	3.022,35	3.022,35
Valor en COP	2.381.087.021,59	2.483.597.985,62
Valor por acción - COP	2.377,98	2.480,35
Precio de mercado (BVC 31/03/2016) - COP	1.900,00	1.900,00
Potencial de valorización	25,16%	31,54%
Valor por acción - ADR USD	USD 6,29	USD 6,57

Fuente: Equipo de valoración

Valoración por múltiplos y análisis de sensibilidad

Los resultados de la valoración se contrastaron con un análisis de valoración por múltiplos de compañías comparables en el mercado Latinoamericano, además con un análisis de sensibilidad en *Crystal Ball* que permiten reafirmar la recomendación realizada a los inversionistas.

Tabla 3: Múltiplos de compañías comparables

Compañía	Cap. Mdo. (USD)	Precio/ EBITDA	EPS	EV/ EBITDA	EV/ EBIT	Deuda Neta/ EBITDA	Precio/ Ventas	P/BV Prom 5 años	Margen EBITDAR
AVIANCA HOLDINGS	642,09M	1,18	-0,14	6,32	13,15	6,65	0,12	1,35	27,04
GOL LINHAS AEREAS	226,03M	3,17	-4,50	14,09	50,93	32,00	0,08	N/D	31,17
GRUPO AEROMÉXICO	1,66B	5,04	0,10	6,40	11,25	2,57	0,60	2,13	37,57
COPA HOLDINGS	2,76B	5,28	4,23	8,51	13,00	1,70	0,94	2,32	26,40
LATAM AIRLINES	3,71B	2,07	-0,40	7,33	22,30	5,51	0,29	2,35	30,98
MEDIA COMPAÑÍAS	1,75B	4,11	-0,14	7,82	13,08	4,04	0,44	2,32	31,08

Fuente: construcción equipo de valoración con información de Bloomberg- 08 de abril de 2016

Los siguientes son los precios calculados con los múltiplos de EBITDA y EBIT:

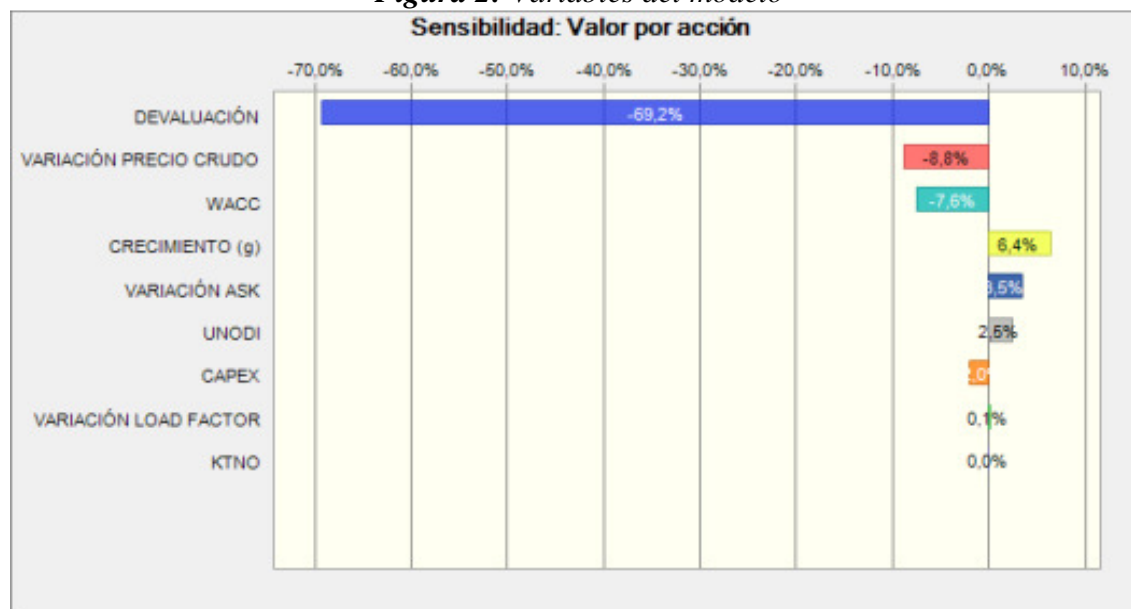
Tabla 4: Precio de la acción calculado con múltiplos en \$ COP

EV/EBITDA	11.057,39
EV/EBIT	9.002,37

Fuente: construcción del equipo de la valoración

El análisis de sensibilidad de la valoración se aplicó a las variables de: devaluación, variación precio del crudo, capex, variación ASK (Available Seats per Kilometer), utilidad neta operativa después de impuestos (UNODI), costo promedio ponderado de capital (WACC), variación del factor de carga, capital de trabajo neto operativo (KTNO) y crecimiento (g). Así mismo, se determinaron como las variables con mayor impacto en el modelo: la devaluación, la variación del precio del crudo y el WACC.

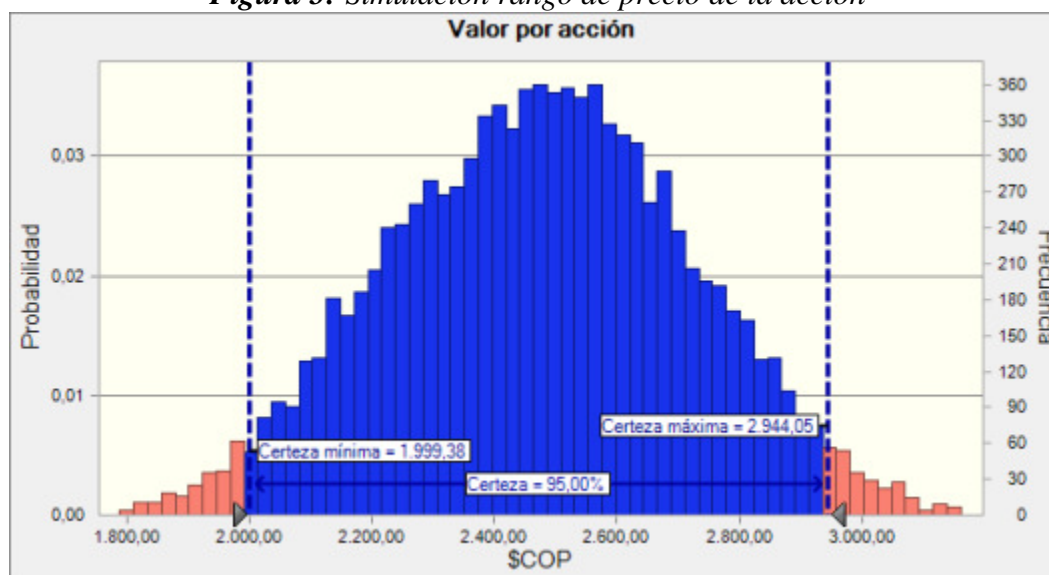
Figura 2: Variables del modelo



Fuente: construcción del equipo de valoración con la herramienta Crystal Ball
Ver anexo Anexo-Informe-Simulación-Valoración-AVH

El análisis de sensibilidad permite concluir con un 95% de certeza, que el valor de la acción de Avianca Holdings S.A. oscilará entre COP1.999,38 y COP2.944,05 a junio de 2016, como se muestra a continuación:

Figura 3: Simulación rango de precio de la acción

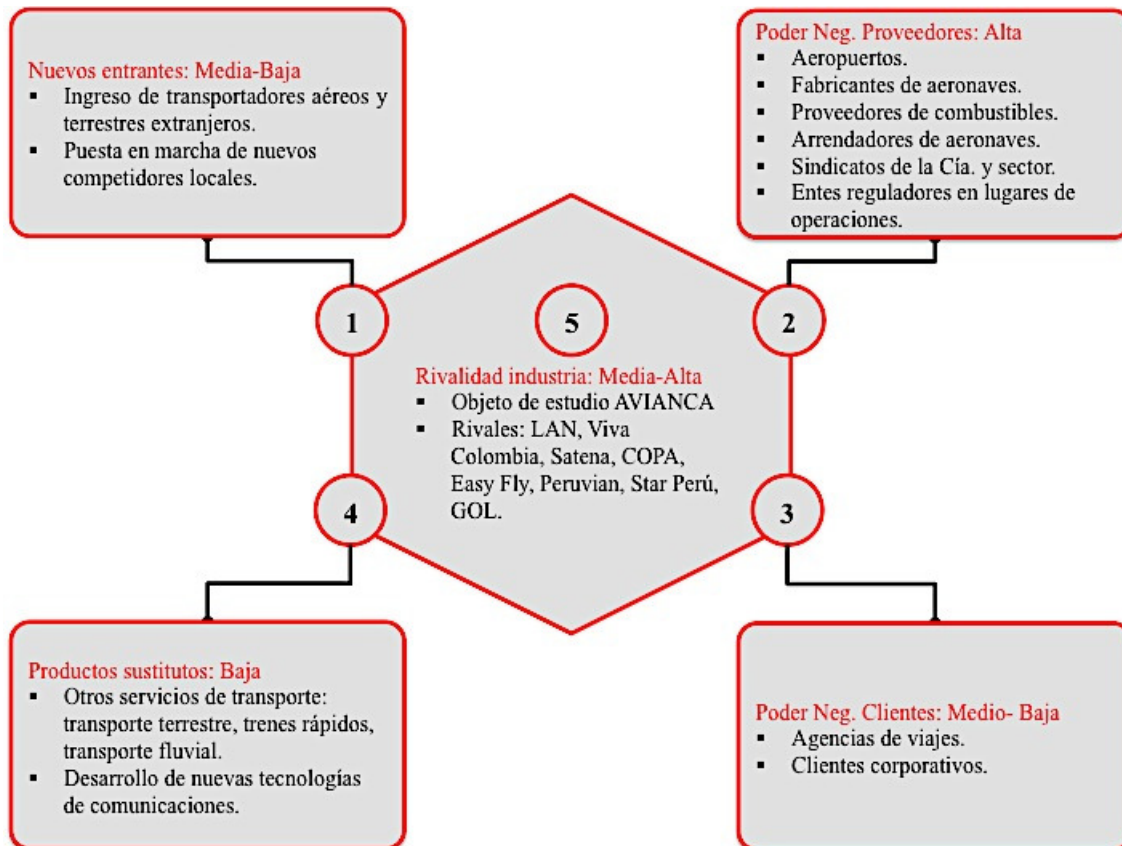


Fuente: construcción del equipo de valoración con la herramienta Crystal Ball
Ver anexo Anexo-Informe-Simulación-Valoración-AV

ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

La industria del sector aéreo al cual pertenece la compañía Avianca Holdings S.A. presenta el siguiente contexto:

Figura 4: Análisis de las 5 fuerzas de Porter



Fuente: Equipo de trabajo

1. Nuevos competidores: La exigencia de una alta inversión de capital para infraestructura, centros de operación y flota de transporte que tendrían que realizar las nuevas compañías, sumado a la presencia de jugadores importantes del mercado como AVIANCA Y LAN que consolidan su crecimiento por medio de fusiones y adquisiciones, generan barreras que dificultan la entrada de los nuevos competidores. Se consideran barreras

adicionales también, las licencias y permisos que se requieren para la operación de las aeronaves.

2. Poder de negociación de los proveedores: se identifican como factores básicos para realizar operaciones de vuelo la disponibilidad de aeropuertos en los sitios de origen, conexión y destino, flota de transporte y el suministro de combustible. De los anteriores la mayor restricción se presenta en la capacidad disponible de los aeropuertos, ya que se deben asignar de manera óptima de acuerdo con las franjas horarias a las diferentes aerolíneas. Por lo tanto, las tarifas e impuestos relacionados con esta operación no son negociables con los operadores de los terminales aéreos. Hay pocos fabricantes de aviones como BOEING y AIRBUS lo que limita las opciones a la hora de seleccionar un proveedor, motivo por el cual las aerolíneas están sujetas a la oferta y precios de los mismos, generando un alto poder de negociación de los proveedores en el sector. En el caso de combustible, la oferta de proveedores es amplia, pero vale la pena resaltar que es un bien sujeto la volatilidad del precio del petróleo en el mercado internacional. Es importante considerar que la industria aeronáutica tiene uno de los sindicatos más fuertes a nivel global, razón por la que, las operaciones de la compañía podrían verse afectadas ante una decisión de los sindicatos de salir a paro (no proveer servicios). Finalmente, las autoridades aeronáuticas para cada región tienen alta influencia, y las aerolíneas se deben acogerse a sus directrices, lo que en algún momento puede afectar de manera importante sus operaciones

3. Poder de negociación de los clientes: las compañías de transporte aéreo determinan en forma libre y segmentada los precios de mercado a los cuales tienen acceso los clientes directamente. Hay una amplia oferta de plataformas en internet para gestionar y comparar el precio. Sin embargo, no es fácil que los clientes lleguen a un acuerdo entre ellos para

desarrollar alianzas orientadas a obtener un alto poder de negociación. En el caso de las agencias de viaje y clientes corporativos que conformen clústers específicos, puede existir alguna presión para la negociación de precios y tarifas.

4. Productos sustitutos: En la región la red de carreteras y la naturaleza de su topografía dificultan el transporte por tierra haciendo que los trayectos tomen mucho tiempo en comparación con países que cuentan con infraestructura más desarrollada. Tampoco existen trenes rápidos que permitan conectividad entre países a un costo razonable, y lo propio ocurre con el transporte marítimo. Otro aspecto a considerar es que el sur del continente americano no está conectado con centro américa por vía terrestre situación que genera limitantes para conectar las regiones. El desarrollo de las tecnologías de información y telecomunicaciones han propiciado que algunas empresas opten por esta opción para disminuir sus gastos por concepto de viajes. Sin embargo, el impacto no llega a ser tal que afecte considerablemente los ingresos de las aerolíneas.

5. Rivalidad de los competidores: Como se mencionó anteriormente, existen otros tipos de transporte como el terrestre, marítimo y férreo, siendo el primero el más accesible para el mercado regional de Latinoamérica y con el que más compiten las aerolíneas. Sin embargo, de acuerdo con la publicación de la Revista Semana “en los últimos diez años, en América Latina se viene observando un cambio en la forma cómo se movilizan los ciudadanos dentro de sus respectivos países. Quienes antes iban en bus de una ciudad a otra, ahora lo están haciendo en avión” (Revista Semana, 2016). Este fenómeno se explica por el incremento en el poder adquisitivo de los consumidores y la disminución de precios de los tiquetes aéreos, gracias a la entrada de nuevos competidores como las aerolíneas de bajo costo que llegaron a dinamizar el sector, haciendo que las otras compañías tengan que redefinir sus estrategias

de precios para no perder participación en el mercado.

Tamaño de la industria

De acuerdo con información de la Organización de la Aviación Civil Internacional (ICAO), en 2015 el número total de pasajeros que abordaron vuelos comerciales alcanzó una cifra de 3.500 millones, representando un incremento de 6,40% comparado con 2014. Según esta entidad, la industria está compuesta por 1.400 compañías, más de 4,000 aeropuertos y 173 proveedores de servicios de navegación aérea. En su reporte indican que más de la mitad de los 1.100 millones de turistas globales fueron transportados por vía aérea y que los aviones son los responsables del 35,00% del comercio mundial (ICAO, 2015).

Avianca desarrolla sus operaciones dentro del sector aeronáutico, en el cual las aerolíneas obtienen la mayor porción de sus ingresos por la operación de vuelos comerciales para el transporte de pasajeros de turismo y negocios. Como se detallará posteriormente en el informe (Figura 9), la otra porción de los ingresos de las aerolíneas (hasta el 21,00%), se deriva del transporte de carga y otros ingresos auxiliares como es el caso de programas de fidelización por medio de millas, tarjetas de crédito de marcas compartidas, servicios de mantenimiento, servicios de operaciones terrestres, servicios aeroportuarios, entrenamiento a personal, entre otros y, mencionando los ítems más relevantes. Es un sector cíclico que genera parte de sus ingresos en temporadas vacacionales por lo cual ante un cambio en las condiciones de la economía regional o global impacta de manera directa la demanda, y en consecuencia, los ingresos de las aerolíneas.

Factores macroeconómicos que influyen sobre la Industria

Entre los factores macroeconómicos que pueden influir en mayor medida sobre el sector de transporte aéreo se tiene la devaluación, ya que sus fluctuaciones impactan principalmente

los costos de importación de combustible de aviación, leasing operativo de aeronaves, mantenimiento y otros servicios importados. Además, los costos financieros de la deuda en el exterior, y los ingresos afectando de demanda de tiquetes a destinos internacionales. El sector también es sensible a la volatilidad en el precio internacional del petróleo. Según Gilberto Salcedo, director ejecutivo de la Asociación del Transporte Aéreo de Colombia, ATAC, (Dinero.com, 2015), “el combustible de aviación pesa en promedio un 32,00%, es decir, este porcentaje es el que, de alguna manera, se ve impactado a la baja con la caída de los precios del petróleo, pero esta baja no es necesariamente la misma del combustible de aviación” y también indica que “el 51,00% de la estructura de costos de operación de las aerolíneas está fijado en dólares, incluso el combustible de aviación”. Otro factor a ser considerado es el índice de precios al consumidor – IPC, ya que un incremento inesperado de la inflación puede afectar los costos de los bienes y servicios locales utilizados por las aerolíneas como los costos de arrendamientos de espacios en los aeropuertos, suministro de alimentos en las aeronaves, servicios de asistencia en tierra, servicios de revisión de equipaje, entre otros. Lo anterior también se traduce en la disminución del poder adquisitivo y puede afectar la demanda de transporte aéreo.

La industria de la aviación es una de las más dinámicas y presenta sólidas tasas de crecimiento en comparación con el desempeño de la economía mundial. De acuerdo con información del Fondo Monetario Internacional (FMI), la variación porcentual del PIB mundial estaría cerca del 3.10% en el año 2015 (FMI, 2015). Al comparar la cifra anterior con el crecimiento del tráfico de pasajeros en términos del indicador global (RPK= Revenue Passenger Kilometers), el cual cerró en 6.50% en el mismo año, supera por 340 puntos básicos el desempeño del PIB. Dicho resultado del “RPK” presenta uno de los crecimientos

más sólidos desde la crisis financiera de 2010, e incluso se sitúa por encima de la tasa anual de crecimiento compuesto de los últimos diez años (TACC RPK=5.50%) de acuerdo con información divulgada por IATA en su informe del 4 de febrero de 2016 (IATA, 2016). Los resultados anteriores están fundamentados en un aumento de la demanda mundial cuando las condiciones macroeconómicas no eran las mejores en 2015 al comparar con 2014. Dicha demanda fue impulsada por la disminución de las tarifas de los tiquetes aéreos, las cuales fueron menores al ser ajustadas a la baja por el efecto en la revaluación de monedas como el dólar y el euro (IATA, 2016). En complemento de lo anterior, y de acuerdo con información recopilada del informe proyección global del mercado publicado por AIRBUS, las economías emergentes son los motores reales del crecimiento de tráfico en el mundo. Las tasas de crecimiento de economías vecinas como China, India y África promediarán un crecimiento de 5,80% por año, y también precisan que el crecimiento de tráfico de pasajeros global (2015-2034) crecerá en promedio un 4.60% anual lo que implica una necesidad de cerca de 32.600 nuevas aeronaves con un costo cercano a los a USD 4.7 trillones (AIRBUS, 2015).

Tabla 5: Comparativo indicadores demanda (RPK), capacidad (ASK) y Factor de Carga (LF)

MERCADO	Crec. % RPK	Crec. % ASK	Load Factor
AVIANCA	8,80%	8,40%	79,70%
Asia-Pacífico	8,20%	6,40%	78,20%
Europa	5,00%	3,80%	82,60%
Norte América	3,20%	3,10%	81,80%
Medio Oriente	10,50%	13,20%	76,40%
Latino América	9,30%	9,20%	80,10%
Brasil	-5,40%	-4,00%	80,10%
Total Mercado	6,50%	5,60%	80,30%

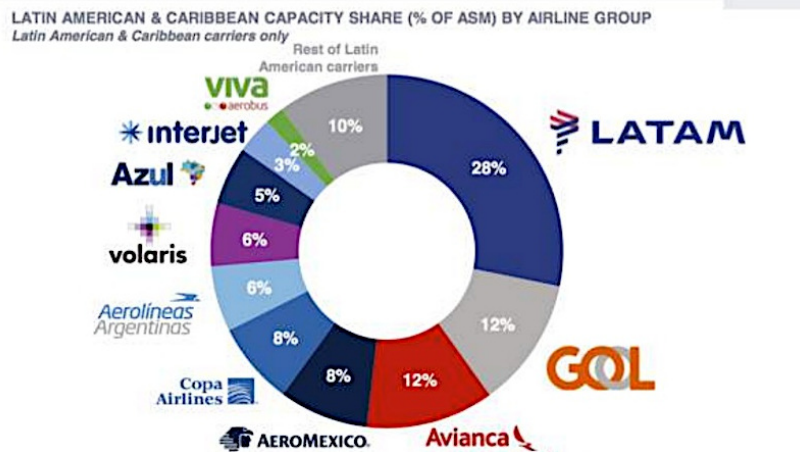
Fuente: construcción del equipo de valoración con información proveniente del sitio en internet de IATA (IATA, 2016)

En el gráfico anterior se evidencia que la Holding presentó un crecimiento de sus indicadores por encima del desempeño global del mercado, exceptuando el factor de carga

(load Factor) en el cual obtuvo un 79,70% al compararlo con un 80,30% del total la industria. Avianca sólo es superada por medio oriente (excepto en factor de carga) influenciado principalmente por una alta demanda de pasajeros, y también por el desempeño de América Latina que es impulsado por la llegada de nuevos competidores, la apertura de rutas y conexiones en la región. En Latinoamérica el tráfico de pasajeros creció un 9,30% y la capacidad un 9,20%, así como el factor de carga “load factor” un 0.01% ubicándose en 80.10% lo que evidencia el potencial que posee este mercado al tener en cuenta el efecto de devaluación de las diferentes monedas de la región frente al dólar, efecto que potencia la zona como un destino turístico a ser considerado en el ámbito internacional. Dando cuenta de lo anterior y del potencial que tiene la región, la Asociación Latinoamericana de transporte Aéreo ALTA en su informe de reporte de tráfico aéreo 2015 anunció que sus miembros (33 aerolíneas) transportaron 187.5 millones de pasajeros en el año, es decir, 6.50 millones más de usuarios lo que representa un crecimiento de 3.60% al compararlo con el año 2014 (ALTA, 2016). Evidencia del potencial que posee Latinoamérica, y analizando el caso puntual de Colombia, a inicios de marzo 2016 se anunció la llegada de dos jugadores importantes del sector como Air Europa y Turkish Airlines, esta última con la decimotercera flota más grande del mundo con 262 aeronaves (El TIEMPO, 2016). La llegada de nuevos jugadores y la amplia oferta de servicios de las aerolíneas tradicionales, así como las de bajo costo, las cuales orientan sus esfuerzos en desarrollar herramientas tecnológicas, renovar flotas e incorporar nuevos servicios, propician que al fin de cuentas los usuarios sean los más beneficiados y que el sector tienda a desarrollarse en Latinoamérica hasta llegar a los estándares internacionales en términos de infraestructura, conexiones e indicadores de servicio. El 75,00% de la capacidad medida en sillas disponibles por milla del mercado

latinoamericano es controlada por seis compañías, entre las cuales se encuentra Avianca con un 12,00% al cierre de agosto 2015 como se muestra a continuación:

Figura 5: Participación de mercado aerolíneas Latinoamérica



Fuente: (Contreras, 2015)

Avianca continúa con una posición dominante en el mercado doméstico de Colombia con un 58,40%, de acuerdo con información extraída de la presentación corporativa de la empresa a cierre de 2015 como se muestra continuación:

Figura 6: Participación de mercado doméstico Colombia.



Se puede evidenciar que LAN continúa consolidado como el transportador dominante en Perú, seguido por Peruvian con un 13,10% y en tercer lugar, figura AVIANCA con un 12,70%.

Figura 7: Participación de mercado doméstico Perú



Finalmente, en Centroamérica AVIANCA supera por una leve ventaja a Copa Airlines con una participación del 50,20% y 48,40% respectivamente (Ver Figura 8).

Figura 8: Participación de mercado Centroamérica



Fuente gráficos 5, 6 y 7 (AVIANCAHOLDINGS, 2015)

Principales Indicadores de la Industria

En línea con lo anterior, los principales indicadores referentes de la industria a nivel operacional, se presentan en términos de:

- Número de pasajeros movilizados.
- AKS - Available seats per kilometer: número de sillas disponibles por kilómetro volado expresado en millones.
- RPK - Revenue passenger per kilometer: kilómetros volados por pasajeros pagos expresados en millones.
- Load Factor – Factor de Ocupación: producción comparada con la capacidad expresada en porcentaje.
- CASK - Cost per available seat per kilometer: costo promedio por silla por kilómetro expresado en centavos.
- CASK exfuel - Cost per available seat per kilometer sin combustible: costo promedio por silla por kilómetro volado sin considerar combustible expresados en centavos.

A continuación se pueden observar los resultados de los indicadores operacionales de AVIANCA y sus principales competidores, así como también los de un referente internacional con el propósito de ilustrar las magnitudes del sector:

Tabla 6: Indicadores operacionales.

Año	Indicador	American Airlines	LAN	Avianca	Copa
2015	Pasajeros en miles	201.249	67.834	28.290	12.196
	ASK	429.978	134.302	44.513	34.675
	RPK	356.816	111.510	35.478	26.090
	Factor de Carga (LF)	82,98%	83,03%	79,70%	75,20%
	Yield por RPK	9,95	7,54	9,75	8,30
	Ingresos por ASK	9,53	6,26	7,77	6,49
	CASK	7,52	7,16	8,96	5,72
	CASK Sin combustibles	5,62	5,18	7,04	3,98
2014	Pasajeros en miles	197.340	67.833	26.230	11.681

	ASK	425.051	130.201	41.052	33.211
	RPK	348.592	108.534	32.602	25.461
	Factor de Carga (LF)	82,01%	83,36%	79,42%	76,70%
	Yield por RPK	10,65	9,56	11,80	10,29
	Ingresos por ASK	10,04	7,97	9,41	8,15
	CASK	8,39	9,18	10,80	6,58
	CASK Sin combustibles	5,39	5,98	7,50	4,10
	Pasajeros en miles	108.736	66.696	24.625	11.345
2013	ASK	269.344	131.691	38.762	30.320
	RPK	222.205	106.466	31.186	23.253
	Factor de Carga (LF)	82,50%	80,85%	80,46%	76,70%
	Yield por RPK	10,14	10,39	12,40	10,84
	Ingresos por ASK	9,58	8,40	9,96	8,60
	CASK	8,54	9,58	10,90	6,90
	CASK Sin combustibles	5,31	6,23	7,50	4,31

En el sector aeronáutico hay libertad de precios, y las autoridades civiles no intervienen en la determinación de los mismos. En Colombia da cuenta de ello la Resolución 904 del 28 de febrero de 2012. Sin embargo, esta entidad sí regula las operaciones y el cumplimiento de los requisitos de seguridad para el sector de transporte aéreo en el país.

El modelo por excelencia para la determinación del precio para las aerolíneas, es el de gestión de los ingresos según el libro de (Restrepo, 2007), el cual indica que los turistas son más sensibles al precio de un tiquete, que un viajero de negocios. Lo anterior se explica dado que los turistas tienden a programar con mayor anticipación sus viajes, las aerolíneas ofrecen precios más bajos cuando la reserva y el pago se realiza mucho antes de la fecha del vuelo. Por el contrario, los viajeros de negocios normalmente no planean sus viajes, sino que estos resultan de un momento para otro. Es por esto que los pasajes de avión comprados a última hora son más costosos, también indica que las aerolíneas asignan más sillas de tarifa económica en los vuelos de horarios menos demandados. Además de lo anterior, las aerolíneas utilizan los sistemas de información para el análisis de datos que permitan definir

diferentes tarifas en un mismo vuelo y optimizar la proporción de precios para que se genere rentabilidad mínima requerida para la operación. Adicionalmente, en el precio pueden impactar componentes fijos, como la tarifa administrativa, que corresponde a gastos administrativos de las aerolíneas y agencias de viajes. En el caso Colombiano, la Aeronáutica Civil define el valor y el incremento anual de la tarifa indexándola al IPC, teniendo en cuenta que esta puede variar si el tipo de compra es presencial o por internet, donde el precio es más bajo al no presentarse la intermediación (Aerocivil).

DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

Avianca Holdings S.A. es una compañía constituida en Panamá que agrupa varias empresas del sector aéreo principalmente: Avianca – Aerovías del Continente Americano S.A. y Tampa Cargo S.A.S de origen Colombiano, Aero Galápagos S.A. de origen Ecuatoriano desde 2010 y el grupo TACA también desde el año 2010, que contiene compañías de El Salvador, Costa Rica, Perú, Nicaragua, Honduras y Guatemala. La compañía pionera de Colombia, hoy conocida como Avianca, fue fundada desde 1919, como la primera aerolínea comercial de Latinoamérica, acercándose casi 100 años de operación. Desde su integración principal realizada en el año 2010 con el Grupo Taca y Aero Galápagos S.A., Avianca Holding se ha reorganizado administrativamente, buscando sinergias para generación de valor a través de sus redes de rutas, procesos, plataforma tecnológica, servicios y operaciones.

En el año 2011, realizó emisión de acciones en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) con dividendo preferencial y sin derecho a voto, por más de 2.80 billones de pesos colombianos, operación que fue demandada cinco veces más que el monto ofrecido por la compañía de 500 mil millones de pesos. En el año 2013 y 2014, realizaron emisiones de bonos y ADS (American Depositary Shares) representativos de acciones preferenciales en la Bolsa de Nueva York (New York Stock Exchange NYSE), por un valor de US\$300 millones de dólares la primera, y luego en 2014 por US\$250 millones de dólares.

Al cierre del año 2015, entre sus principales activos hay un total 175 aeronaves para el transporte de pasajeros, entre las cuales se encuentran 11 aeronaves exclusivas para el transporte de carga. Esta flota es una de las más jóvenes del sector con un promedio de 5,60 años. La Holding también cuenta con tres hubs como ejes de operación ubicados en Bogotá

- Colombia, San Salvador – El Salvador y Lima – Perú., operando desde ellos directamente hacia 100 destinos en 26 países de América y Europa, y más de 1.300 destinos adicionales mediante las alianzas con otros operadores que son miembros de Star Alliance. (Avianca, 2015).

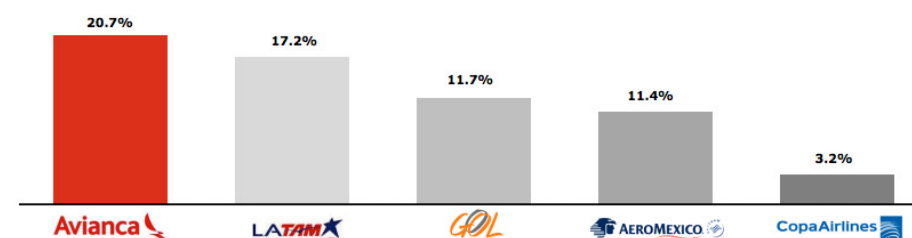
Los servicios que ofrece la compañía son: Transporte aéreo de pasajeros a través de las diferentes aerolíneas bajo la marca Avianca; transporte de carga de paquetes o de mercancías con Tampa Cargo S.A.; correo con Deprisa, y actividades conexas a los servicios de transporte aéreo como turísticos con Avianca Tours; ingeniería, mantenimiento, entrenamiento, atención especializada a la operación de otros transportadores con Avianca Services; y manejo de programas de Lealtad de viajeros frecuentes con LifeMiles. Con información obtenida de la presentación corporativa de Avianca, las siguientes son las líneas de negocio y su participación a diciembre de 2015:

Figura 9: participación de otros ingresos y líneas de negocio

Avianca genera el mayor porcentaje de otros ingresos en la región

Avianca

Otros Ingresos (non-passenger revenue) como % de ingresos totales

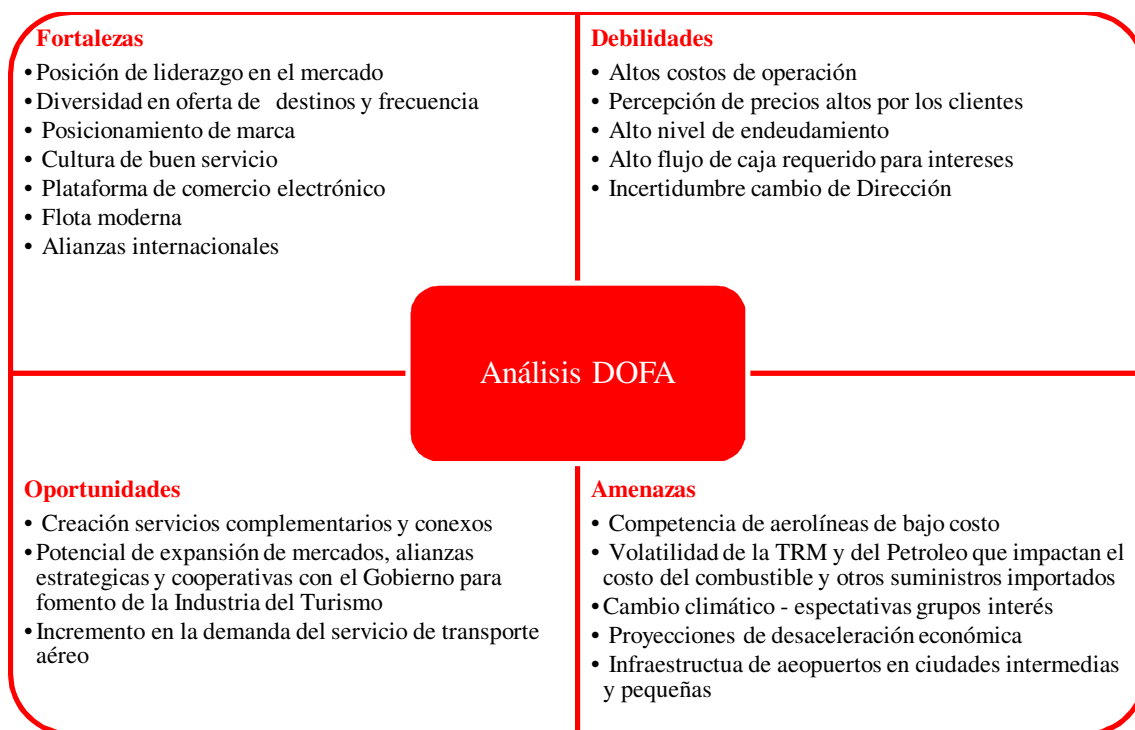


Otras líneas de negocio de Avianca



Elaboración: Porcupine & Asociados

Fuente: (Avianca Holdings, 2015)

Figura 10: análisis FODA (fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas)

Fuentes de apoyo: (Diario Financiero, 2015), (La República, 2016)

Estrategia

A partir de la presentación corporativa 2015, se puede evidenciar que AVIANCA la declarado su estrategia con el objetivo de mejorar el desempeño, no sólo de sus indicadores de operación, sino también los relacionados con la inversión y especialmente el apalancamiento. Respondiendo a lo anterior a continuación se enuncian las iniciativas para cumplir su declaración estratégica:

- Racionalizar el capex durante los próximos años, manteniendo los altos estándares de servicio.
- Desapalancamiento de la estructura de capital
- Mejorar la generación de flujo de caja libre

- Racionalizar el crecimiento de la capacidad durante los siguientes dos años.
Crecimiento esperado para los próximos cinco años: TACC de 2,20%
- Mantener los niveles de rentabilidad y productividad.
- Continuar fortaleciendo las iniciativas de reducción de costos a través de los programas corporativos tales como Efficiency+ y el Comité de control de costos.
- Continuar con las iniciativas de diversificación de ingresos a través de los negocios de carga, LifeMiles, y el programa Ancillary Revenues.

DESEMPEÑO DE LA ADMINISTRACIÓN Y ANTECEDENTES

Los altos directivos de Avianca cuentan con amplia experiencia y trayectoria, no sólo en el sector aeronáutico, sino también en el sector real, farmacéutico y público por mencionar algunos, lo que permite conformar un equipo interdisciplinario con las condiciones para darle rumbo a la estrategia de la compañía. (Avianca Holdings). A continuación se muestran sus perfiles:

Hernán Rincón Lema – CEO - Presidente Ejecutivo

Colombiano - Matemático, Magister en Ingeniería Industrial y en Administración Pública. Experiencia en el sector de tecnología y telecomunicaciones. Asume el cargo a partir del 04 de abril de 2016 en reemplazo del Fabio Villegas Ramírez.

Gerardo Grajales – CFO - Vicepresidente Ejecutivo Financiero

Colombiano - Administrador de empresas, Magister en finanzas y especialista en mercadeo. Experiencia en el sector privado. Se vincula a Avianca en 2002 como Vicepresidente financiero y desde 2010 ejerce como Vicepresidente Ejecutivo Financiero.

Estuardo Ortiz – CRO - Vicepresidente Ejecutivo de Ingresos

Guatemalteco – Ingeniero Químico, Magister en Administración de Negocios y Especialista en Productividad. Experiencia en el sector privado. Previo a la fusión de Avianca y Taca desempeñó diversos cargos como Vicepresidente de Ventas llegando a consolidarse como Presidente Ejecutivo.

Santiago Andrés Diago Heilbron – COO - Vicepresidente Ejecutivo de Operaciones

Colombiano – Abogado, piloto comercial. Experiencia en el sector privado (aeronáutico) Ingresa en 1995 como abogado de negociación de aeronaves, posteriormente como Director Jurídico Internacional. Desde diciembre de 2013 asume el cargo que desempeña actualmente.

Elisa Murgas – Secretaria - Representante Legal

Colombiana – Abogada, Doctora en Derecho y especialista en Derecho Comercial. Experiencia en sector público y privado. Ingresa a Avianca en 1986 y desde el año 2000 ejerce el cargo de Secretaria General de Avianca.

Gobierno Corporativo

“En marzo de 2011, Avianca Holdings S.A. adoptó el Código de Buen Gobierno Corporativo, en el que 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, en el contexto de la Misión, Visión y Valores. La aplicación de este Código se extiende a las compañías filiales y subsidiarias, tanto en Colombia como en el exterior y, en consecuencia, a cualquier actividad donde actúe directa o indirectamente.” (Avianca Holdings) (Avianca, 2015).

La holding cuenta con Código de buen gobierno corporativo, reglamento de Junta Directiva, reglamento de Asamblea de Accionistas, reglamento de Comité de Auditoría,

Código de Ética y normas de conducta, Política Anticorrupción, Política y procedimientos para que directivos negocien con valores de la compañía, Política de prevención explotación sexual de menores y Pacto Social. En materia de Gobierno Corporativo la holding debió ajustarse para dar cumplimiento a los requisitos del mercado de valores americano, con el propósito de adherirse a las normas y prácticas corporativas aplicables a los emisores extranjeros de valores.

ANÁLISIS DE LOS ACCIONISTAS

Al cierre de 2015, entre los principales accionistas de Avianca Holdings S.A. tenemos Synergy Aerospace Corp con un 78,09% de participación de las acciones ordinarias con derecho a voto y con un 51,53% de participación en el capital total, y Kingsland Holdings Limited con el 21,91% de las acciones ordinarias con derecho a voto y un 14,46% del capital total. El capital flotante representa el 34,01%, en acciones preferenciales sin derecho a voto, del cual el 38,83% corresponde a acciones del programa de ADR's registrado en bolsa de Nueva York; el 61,17% corresponde a otros accionistas.

Figura 11. Principales accionistas de Avianca Holdings S.A. (corte a 31 diciembre 2015)

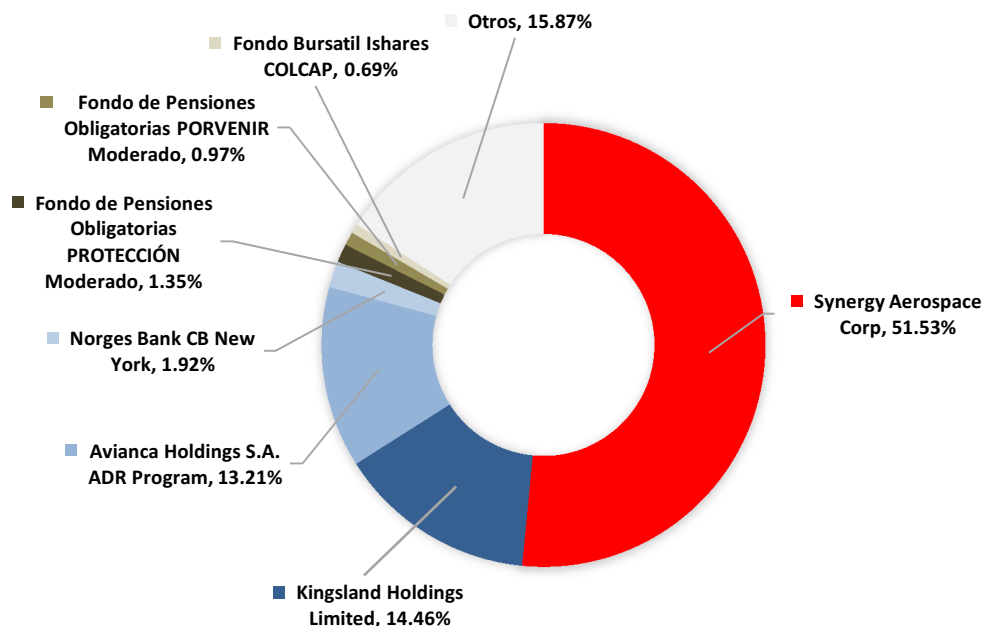


Tabla 7: Principales accionistas

Nº	Accionista	Total Acciones en millones	Total % Participación
1	Synergy Aerospace Corp	516.000.000	51,53%
2	Kingsland Holdings Limited	144.800.003	14,46%
3	Avianca Holdings S.A. ADR Program	132.228.576	13,21%
4	Norges Bank CB New York	19.216.252	1,92%
5	Fondo de Pensiones Obligatorias PROTECCIÓN Moderado	13.495.094	1,35%
6	Fondo de Pensiones Obligatorias PORVENIR Moderado	9.739.096	0,97%
7	Fondo Bursatil Ishares COLCAP	6.888.014	0,69%
8	Otros	158.940.885	15,87%
	TOTAL	1.001.307.920	100,00%

Fuente: Equipo de la valoración según certificado Representante Legal de Avianca Holdings S.A., Elisa Murgas de Moreno.

La Sociedad tiene un capital autorizado de 1.001,3 millones de acciones, de las cuales se cotizan en bolsa las preferenciales, por un total de 340,5 millones, el remanente de 660,8 millones corresponde a acciones ordinarias. El 5 de noviembre de 2013, la Compañía emitió 12.500.000 American Depositary Shares (ADS) y cada una representó ocho acciones

preferentes. En diciembre de 2013 la Compañía readquirió 191,2 de sus acciones preferentes circulantes.

En el año 2012 por primera vez en 28 años, los accionistas de AviancaTaca recibieron dividendos (Avianca.com, 2012). En dicho año el valor pagado fue de COP50 por acción (USD 0,03), en 2013 y 2014 fue de COP75 (USD 0,03), en 2015 fue de COP75 (USD0,07) y para 2016 se decretó un valor de COP50 (USD 0,01).

ANÁLISIS DE RIESGOS DE INVERSIÓN

El marco general de riesgos de la compañía se resume a continuación:

Tabla 8: Principales Riesgos

Riesgo	Severidad
Riesgo financiero	Alto
Riesgo sindical	Alto
Riesgo de mercado Nacional e Internacional	Medio
Riesgo de tipo cambiario	Medio
Riesgo legal o de regulación	Medio
Riesgo operativo	Bajo
Riesgo de escases de recursos naturales	Bajo
Riesgo de procesos internos	Bajo

Riesgo financiero (ALTO): Debido al alto nivel de apalancamiento que tiene AVIANCA, hay probabilidad de no obtener el capital para financiar la estrategia de crecimiento y estrategia de modernización de la flota de aviones dado que en algunos casos no es posible conseguir financiación bajo los mismos términos para renovar futuras flotas. Sin embargo, Avianca confía en su capacidad interna para generar efectivo proveniente de sus operaciones, y también se apoya en los mercados de capitales nacionales e internacionales para obtener deuda que posibilita el crecimiento y la modernización de la flota. De acuerdo con lo anterior, un alto apalancamiento se traduciría en un mayor riesgo percibido por la contraparte, y en consecuencia unas mayores tasas de interés asociadas a dicho riesgo. (AVIANCA, 2015, p. 8) Existe posibilidad de que el holding deba destinar mayor parte de su flujo de caja para el pago de principal e intereses como consecuencia de mayor deuda para modernización de la flota, lo que claramente puede afectar su liquidez y la disponibilidad de flujo de caja que fundamente el capital de trabajo, CAPEX, adquisiciones y otras operaciones importantes.

Riesgo sindical (ALTO): los desacuerdos con los sindicatos podrían tener un efecto adverso en los resultados operacionales de la Holding. Aproximadamente el 7% del total de empleados, y un 22% de los pilotos pertenecen a asociaciones sindicales. Actualmente hay 15 sindicatos de los cuales siete están ubicados 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, 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). Fuente: (AVIANCA, 2015, p. 16).

Riesgo de mercado Nacional e internacional (MEDIO): uno de los riesgos principales que puede influir en los resultados operacionales y la valoración de la compañía, es el precio del petróleo. La holding tiene una alta dependencia de este para su operación, y adicionalmente es un rubro dentro de los gastos operacionales que pesa en promedio un 27.76% (dic 2012 - dic 2015). Actualmente, ante una sobre oferta de crudo por parte de los principales productores de petróleo a nivel mundial, el holding se ha beneficiado de los precios teniendo un impacto positivo por dicho concepto en los gastos operacionales. Ante un posible cambio desfavorable en la cotización del precio del petróleo en el mercado, y sin las coberturas adecuadas para garantizar la operación mediante derivados como lo hace en la actualidad; la compañía podría ver disminuido su margen operacional y en consecuencia se afectarían sus resultados financieros.

Riesgo de tipo cambiario (MEDIO): otro de los factores determinantes para el sector aeronáutico son las tasas de cambio, dado que ante la devaluación de la moneda local, los

consumidores podrían disminuir las frecuencias de vuelo hacia el exterior, e incluso optar por cambiar destinos internacionales por nacionales lo que se traduce en más sillas disponibles por kilómetro volado hacia destinos internacionales y en consecuencia afectando los ingresos operacionales por movilización de pasajeros desde Colombia al exterior. Desde la óptica internacional, Colombia se convierte en un destino atractivo por la devaluación del peso frente al dólar y/o al euro. Dando cuenta de lo anterior Avianca Taca ha optado por lanzar un programa en alianza con el gobierno nacional a través de Procolombia y el Fondo Nacional de Turismo, el cual no sólo busca incentivar el turismo local, sino también atracción de turistas extranjeros a Colombia con el objeto de dinamizar la economía y en consecuencia incrementar los ingresos por volumen de pasajeros movilizadas desde el exterior hacia el país. Además, también tendría impacto en las compras de bienes y servicios importados por la holding, puesto que la devaluación incrementa los costos de operación de la Compañía. (VIAJAR, 2015)

Riesgo legal o de regulación (MEDIO): el negocio es altamente regulado y depende sustancialmente del marco regulatorio al que esté sometido en cada una de las geografías en las cuales opera la Holding. Un ejemplo de este tipo de riesgo sería un caso hipotético de control de tarifas con lo cual no se podrían aplicar técnicas de optimización para maximizar las ganancias a través de estrategias de segmentación efectivas de clientes. Sin embargo la compañía no puede predecir o tener control sobre las acciones que las autoridades en materia aérea o de cualquier otra índole pueda tener en el futuro. No se puede asegurar que los acuerdos alcanzados de manera bilateral en los países donde se tiene presencia, van a perdurar en el tiempo porque se pueden ver afectados de manera adversa los resultados de la operación. (AVIANCA, 2015, p. 12)

Riesgo operativo (BAJO): en cuanto a los riesgos operativos se puede mencionar entre otros, que las nuevas flotas de aeronaves no se incorporen a tiempo para iniciar operaciones. La posibilidad de que se presenten retrasos para obtener las certificaciones necesarias para operación de nuevas aeronaves de acuerdo con reglamentación de la aeronáutica civil o entes reguladores de cada país. Las dificultades para obtener repuestos para la normal operación de las aeronaves. Existe la probabilidad de tener dificultades con las aduanas de los diferentes países en los cuales se tiene operación para el proceso de importación de nuevos equipos de vuelo. El incumplimiento de los acuerdos de entrega de aeronaves por parte de Boeing, Airbus, Embraer o fabricantes de motores con el fin de renovar o ampliar flotas.

Riesgo de escasez de recursos naturales (BAJO): el combustible utilizado por las aeronaves es un derivado del petróleo. Ante una eventual escasez del mismo a nivel mundial, si no se emplearan en el corto plazo otras fuentes de energía alternativa sostenibles, la oferta estaría por debajo de la demanda y los precios de dicha materia prima se elevaría a niveles potencialmente insostenibles para la operación de la compañía, generando incluso en los casos más extremos que las operaciones de movilización de pasajeros y de carga no sean viables.

Riesgo de procesos internos (BAJO): hay gran dependencia en los sistemas para automatización de procesos (sistema de reservas computarizado, sistema de operaciones de vuelo, sistema de telecomunicaciones, sistemas de mantenimiento, sistemas de entretenimiento a bordo, entre otros), por lo que un fallo en uno de dichos sistemas podría traer graves consecuencias en los resultados operativos. Por otra parte y como en cualquier otro negocio, existe el riesgo de pérdida de confiabilidad y oportunidad de la información financiera y no financiera, de ineficacia o ineficiencia de las operaciones, de fraudes, daño o



malversación de activos, de conflicto de interés por parte de sus administradores, por lo cual la compañía ha implementado el Código de Conducta, Código de Buen Gobierno y el sistema de Control Interno que es supervisado por el Comité de Auditoría de la Junta Directiva. Además, tienen establecidas y tipificadas las conductas que podrían configurarse como potenciales conflictos o fraudes, así como los canales y procedimientos a seguir para denunciarlos.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y PROYECCIONES FINANCIERAS

Tabla 9: Indicadores de rentabilidad, liquidez, rotaciones y política financiera.

DESEMPEÑO FINANCIERO HISTORICO	2012	2013	2014	2015
INDICADORES RENTABILIDAD Y MARGENES				
Margen Operacional	6,58%	8,35%	5,94%	5,02%
Margen EBITDA	9,44%	12,03%	10,17%	10,31%
Margen EBITDAR	15,42%	17,97%	16,53%	17,59%
Margen Neto	0,90%	5,40%	2,73%	-3,20%
ROA	0,89%	4,80%	2,08%	-2,12%
ROE	5,09%	20,48%	10,56%	-10,16%
INDICADORES DE LIQUIDEZ				
Razón corriente	0,57	0,78	0,71	0,66
Razón de efectivo	0,26	0,44	0,34	0,31
Razón rápida	0,54	0,75	0,67	0,62
Capital de trabajo en miles USD	USD 710.189	USD 1.115.661	USD 1.092.264	USD 856.239
Capital de trabajo neto en miles USD	USD 214.312	USD 598.979	USD 530.973	USD 365.126
Capital de Trabajo Neto / activos totales	4,96%	11,57%	8,60%	5,54%
Capital de trabajo neto operativo en miles USD	-USD 214.692	-USD 160.136	-USD 113.123	-USD 119.652
ROTACIONES				
Activo Total (veces)	0,99	0,89	0,76	0,66
Activo Fijo (veces)	1,58	1,43	1,14	0,95
Capital de trabajo neto (veces)	19,92	7,70	8,86	11,94
Efectivo y equivalentes (días)	33,98	57,45	49,05	39,57
Cuentas por cobrar (días)	19,59	23,69	29,28	24,99
Cuentas por pagar (días)	41,81	40,35	42,96	40,54
Inventarios Repuestos y Suministros (días)	4,11	4,15	5,02	5,68
Ciclo de Caja (solo operativo)	-18,10	-12,51	-8,66	-9,88
ANÁLISIS DE POLÍTICA FINANCIERA				
Razón de deuda total / Activos	82,59%	76,54%	80,30%	79,17%
Razón de deuda Neta / Capital	66,16%	55,49%	67,65%	68,82%
Multiplicador de capital	5,75	4,26	5,08	4,80
Razón de cobertura EBITDAR	5,39	7,31	5,80	4,53
Razón de deuda de largo plazo / Capitalización total	73,04%	65,50%	71,73%	72,67%
Proporción de la deuda de corto plazo	42,89%	41,83%	37,74%	30,03%
Proporción de la deuda de largo plazo	57,11%	58,17%	62,26%	69,97%
Dividendos	USD 0,03	USD 0,04	USD 0,04	USD 0,01
Utilidades por acción	USD 0,04	USD 0,27	USD 0,13	-USD 0,14
Dividendos / Utilidades por acción	75,00%	14,81%	30,77%	-10,69%

A partir de la tabla anterior se concluye que en el año 2015 los ingresos operacionales al estar afectados por la devaluación no diluyen los gastos operacionales por lo cual se ven afectados el margen operacional, el EBITDA y el EBITDAR. El margen neto además de estar afectado por lo anterior tiene el efecto del castigo de cartera de recursos con dificultad de ser repatriados de Venezuela impactando de manera relevante la utilidad neta. Tanto el ROA como el ROE vienen decreciendo desde 2013 y su resultado también se ve afectado como consecuencia de la operación mencionada anteriormente. El capital de trabajo en 2015 se ve afectado por una disminución en la caja y por la disminución de las cuentas por cobrar. Con relación a las rotaciones se concluye que la Holding se financia a través de proveedores ya que el ciclo de caja tiene resultado negativo. Las razones de deuda total, deuda neta y multiplicador del activo dan cuenta del alto grado de apalancamiento que tiene la compañía, lo que implica un potencial riesgo si no existe la capacidad de generar el suficiente flujo de caja para responder a los acreedores y accionistas. El indicador de cobertura EBITDAR confirma lo anterior y se evidencia que desde el año 2013 se viene deteriorando por el alto apalancamiento de AVIANCA. Por su parte se observa un cambio en la porción de deuda, la cual tiende a concentrarse en largo plazo.

Figura 12

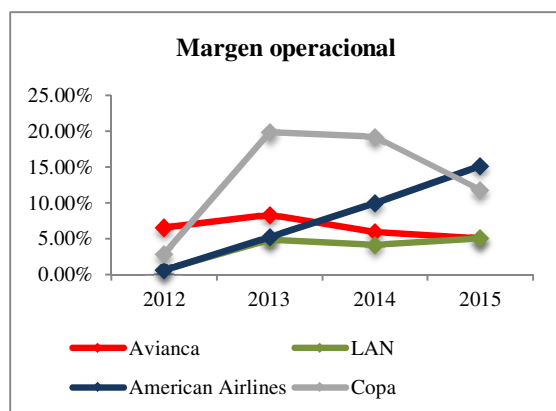


Figura 13

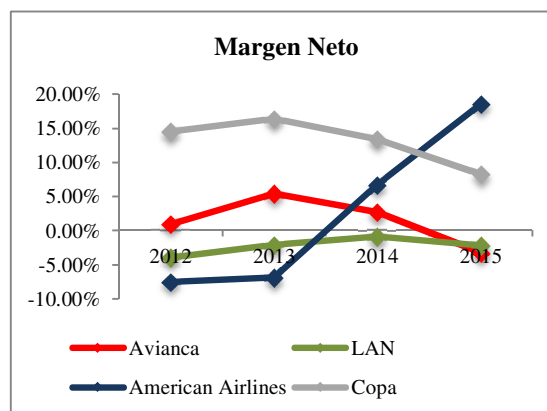


Figura 14

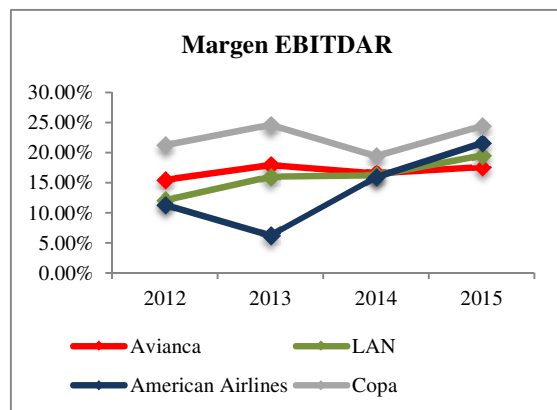


Figura 15

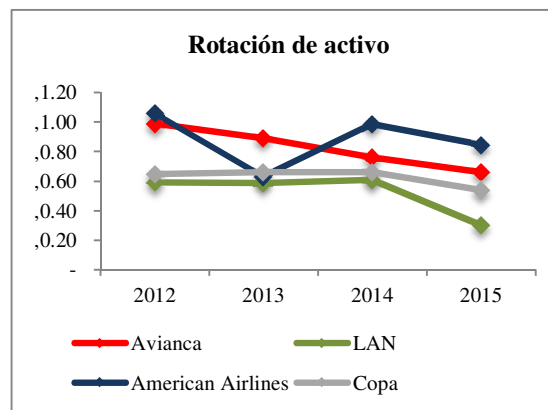


Figura 16

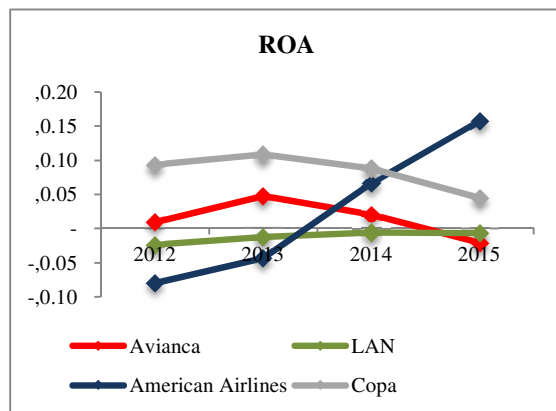
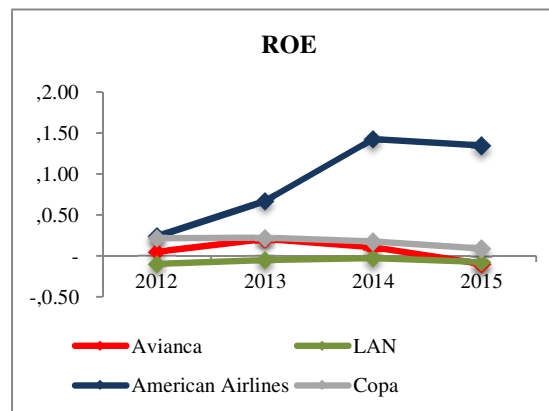


Figura 17



Fuente figuras 12-17: elaboración equipo de valoración

De acuerdo con el análisis comparativo de los pares del sector y el referente internacional observado en las figuras 12-17, se aprecia cómo desde 2013, el dólar comienza a ganar terreno frente a otras monedas y a impactar de manera negativa los ingresos de las aerolíneas con operaciones en países con monedas no equivalentes a esta. De ahí, que los indicadores cambien de tendencia desde el año 2013. Por el contrario, American Airlines como se observa en las figuras 13, 14, 15 y 16 muestra en sus indicadores una marcada tendencia al alza desde el mismo año 2013, también explicado por el efecto de revaluación del dólar y en gran parte por recuperación de la economía norteamericana.

Proyecciones financieras**1. Supuestos de Operación**

Los ingresos de la compañía están directamente relacionados con la capacidad instalada medida a través de las sillas disponibles por kilómetro volado (ASK), las cuales se proyectaron con un crecimiento moderado en comparación con el histórico 2012-2015 de 6,79%, estimándose para el año 2016 en un 5,00%, entre 2017 a 2020 en un 2,20% y entre 2021 a 2025 en un 4,00%. Esto alineado con la estrategia comunicada por la compañía debida a las restricciones de Capex requerida para mejorar sus indicadores de apalancamiento y liquidez. A su vez, se proyectó un crecimiento del factor de carga del 0,5% anual durante los diez años de la proyección, que la compañía espera lograr mediante acciones de optimización. Se aplicó una variación de las sillas pagas por kilómetro volado (RPK) en función de la devaluación del tipo de cambio proyectada por Bancolombia (Grupo Bancolombia).

Adicionalmente, se incluyó la expectativa de la compañía de diversificar sus ingresos auxiliares como transporte de carga, programas de lealtad y otros servicios creciendo en 0,50% entre 2016 y 2019, en compensación por la posible disminución del transporte de pasajeros afectado por la devaluación, logrando así una participación promedio del total de ingresos en los años de la proyección del 22,41%.

En cuanto a los costos de operación CASK, se aplicó un factor de eficiencia con la disminución de los gastos que se comportan en función de los ingresos y que son controlables por la compañía como operaciones de vuelo, operaciones terrestres, servicios de pasajeros y tráfico aéreo, en un 5% en 2016 y 2017, del 2% del 2018 al 2020 y del 1% del 2021 al 2025. Otros gastos como arrendamiento de aeronaves, mantenimiento y reparaciones, mercadeo, ventas, generales y administrativos se comportan en función de los ingresos. Al gasto por salario se aplicó un incremento del IPC proyectado según investigaciones económicas del Grupo Bancolombia, (Grupo Bancolombia) más cien puntos básicos de ajuste.

Para el combustible de las aeronaves se calculó el costo por ASK, al cual se aplicó incremento en función del precio del crudo proyectada por la Agencia Internacional de Energía disponibles en (International Energy Agency, 2016), del 1,2% entre 2017 y 2020. De 2021 a 2025, se dejó estable con base en el calculado en el año 2020. Luego se multiplicó el "Gasto de combustible por ASK" obtenido por las ASK estimadas en la proyección de Ingresos.

2. Supuestos de Inversión

La compañía en su estrategia ha comunicado la intención de reducir el Capex hasta un 50% en el mediano plazo, entre 2016 y 2019, para lo cual ha comenzado actividades de

renegociación de anticipos y compras programadas con los proveedores de aeronaves (174 en total), que inicialmente estaba programada de la siguiente manera:

Tabla 10: Capex planeado inicial en miles USD

	Año 1: 2016	Año 2: 2017	Año 3: 2018	Año 4: 2019	En adelante	Total
Anticipo	USD 131.944	USD 221.275	USD 201.150	USD 196.346	USD 663.347	USD 1.414.062
Compromisos de adquisición	USD 944.654	USD 1.431.245	USD 1.726.876	USD 2.239.846	USD 9.551.035	USD 15.893.656
Total Capex Planeado	USD 1.076.598	USD 1.652.520	USD 1.928.026	USD 2.436.192	USD 10.214.382	USD 17.307.718

Fuente: Estados Financieros de la Compañía a diciembre de 2015

El plan que no podrá ser ejecutado por la compañía, debido a la necesidad de reenfocar el uso del flujo de caja para mejorar los indicadores de endeudamiento y liquidez. Por lo tanto se aplicó la estrategia de la Compañía de reducción de Capex hasta el 50% en 2019, con incremento del mismo nuevamente a partir de 2020, para compensar los compromisos que sean renegociados frente con los proveedores. Además, se realiza el cálculo de los intangibles con el promedio de la proporción de los ingresos de los últimos dos años, ya que se ha mantenido relativamente estable esta proporción. Estos incluyen: software, rutas y marcas, activos intangibles asociados a derechos y obligaciones contractuales y el crédito mercantil.

3. Capital de Trabajo

El capital de trabajo fue calculado con el porcentaje promedio de participación que han tenido sobre los ingresos operacionales. Por estar relacionadas con cuentas de la operación estos incluyen las cuentas por cobrar, los repuestos no reparables y suministros, los gastos pagados por anticipado, los activos mantenidos para la venta, los depósitos y otros activos corrientes, las cuentas por pagar, la provisión para condiciones de retorno y los ingresos

diferidos por transporte no devengados. Esto se traduce en una proyección del capital del trabajo neto operativo / activos corrientes en promedio del 13,41%.

4. Hipótesis financieras

En línea con la expectativa de uso de caja para disminución de deuda, se proyectó un porcentaje de disminución de exceso de caja generada internamente por la compañía para este fin en promedio del 60% entre 2016 y 2020 y en promedio del 30% entre 2021 y 2015.

Para el gasto por intereses se calculó el promedio que ha tenido sobre la deuda histórica de 2012 a 2015, y este valor se aplicó sobre el nuevo nivel de deuda financiera que requiere la compañía en cada año de la proyección.

Lo anterior se traduce en un nivel promedio de Deuda sobre Patrimonio de 1,9x; un ratio de deuda total sobre activos del 64,34%, un ratio deuda neta sobre capital del 33,05%, y una razón de cobertura EBITDAR sobre intereses 7,99x para el periodo de 10 años de la proyección.

5. Impuestos

Para el cálculo de los impuestos se calculó la tasa de impuestos efectivo / Utilidad Antes de Impuestos / el impuesto nominal, a partir del valor del impuesto de renta histórico (2012 a 2014) sobre la Utilidad antes de impuestos histórica de los mismos años. Luego se calcula el promedio de esta proporción sobre la tasa nominal, para aplicarla a las nuevas tasas nominales de los años de la proyección, que se explican a continuación:

Tabla 11: Impuestos nominales

Tipo	2016P	2017P	2018P	2019P - 2025P
Renta	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%

CREE	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%
Sobretasa CREE	6,00%	8,00%	9,00%	0,00%
Total nominal	40,00%	42,00%	43,00%	34,00%
Renta Presuntiva	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%

Si la compañía da utilidad, se aplica la tasa de impuestos efectivo calculada, sobre la Utilidad Antes de Impuestos proyectada para cada año. Por otra parte, si da pérdida se aplica la proporción del impuesto de renta del año sobre el patrimonio líquido del año anterior (partiendo de la base del cálculo de renta presuntiva del 3%).

Respecto del impuesto a la riqueza, que está definido para los años 2015, 2016 y 2017 a personas jurídicas, no hace parte de la línea de impuestos de renta, sino que se contabiliza en otros gastos. Es decir, que en el año 2015, ya está incluido en la cuenta de Gastos Generales, administrativos y otros, la cual se proyectó como porcentaje de los ingresos. Por lo tanto no se vuelve adicionar este impuesto para no duplicar.

FUENTES DE INFORMACIÓN

- Aerocivil. (s.f.). Obtenido de <http://www.aerocivil.gov.co/AAeronautica/Rrglamentacion/RAC/Historico%20RAC/PARTE%20SEGUNDA%20-%20Personal%20Aeron%C3%A1utico.pdf>
- Aerocivil. (2015). *aerocivil.gov.co*. Obtenido de <http://www.aerocivil.gov.co/AAeronautica/Estadisticas/Estadisticas-Operacionales/Transporte-Aereo/Paginas/Inicio.aspx>
- Aerocivil. (s.f.). *aerocivil.gov.co*. Obtenido de <http://www.aerocivil.gov.co/Paginas/default.aspx>
- AIRBUS. (09 de 11 de 2015). <http://www.airbus.com/>. Obtenido de <http://www.airbus.com/newsevents/news-events-single/detail/international-and-domestic-traffic-powers-middle-east-growth/>
- ALTA. (21 de 01 de 2016). <https://www.alt.aero/la/home.php>. Obtenido de <https://www.alt.aero/la/home.php>: https://www.alt.aero/la/upload/report/traffic-report-2015_9933.pdf
- Alvarez, D., & Tirado, N. (2004). *Plan de negocios para el montaje de una aerolínea de bajo costo*. Obtenido de <http://javeriana.edu.co/biblos/tesis/ingenieria/tesis150.pdf>
- Asterled, A. (s.f.). *sobreeconomiadelaempresa*. Obtenido de <http://sobreeconomiadelaempresa.blogspot.com.co/2012/12/fuerzas-competitivas-de-porter-en-el.html>
- AVIANCA. (30 de abril de 2015). *aviancaholdings*. Obtenido de aviancaholdings Página 8: http://www.aviancaholdings.com/images/kit_inv/20F_2014_as_Filed.pdf
- Avianca. (2015). *Informe de Gestión Avianca 2014*. Obtenido de aviancaholdings.com: http://www.aviancaholdings.com/images/kit_inv/Informe_de_Gestion_Avianca_2014_BAJA.PDF
- Avianca. (2015). *Informe de Gestión Avianca 2015*. Obtenido de aviancaholdings.com: http://www.aviancaholdings.com/images/presentacion_corporativa/Presentaci%C3%B3nCorporativa.pdf
- Avianca. (2015). *Perfil corporativo*. Obtenido de avianca.com: <http://www.avianca.com.co/es-co/nuestra-compania/informacion-institucional/perfil-corporativo.aspx>
- Avianca Holdings. (Diciembre de 2015). *Presentación corporativa 2015*. Obtenido de http://www.aviancaholdings.com/images/kit_inv/Presentación_Corporativa_Español_Dic_2015.pdf
- Avianca Holdings. (s.f.). *Gobierno Corporativo*. Obtenido de aviancaholdings.com: <http://www.aviancaholdings.com/gobierno-corporativo>
- Avianca Holdings. (s.f.). *Perfiles directivos*. Obtenido de aviancaholdings.com: <http://www.aviancaholdings.com/perfiles-directivos>
- Avianca.com. (30 de Marzo de 2012). *www.avianca.com*. Obtenido de <http://www.avianca.com/en/Documents/press-releases/entrega-dividendos-300312.pdf>
- AVIANCAHOLDINGS. (31 de 12 de 2015). <http://www.aviancaholdings.com>. Obtenido de <http://www.aviancaholdings.com>: http://www.aviancaholdings.com/images/presentacion_corporativa/Presentaci%C3%B3nCorporativa.pdf

- Contreras, C. (19 de Noviembre de 2015). *http://www.estrategiaynegocios.net/*. Obtenido de *http://www.estrategiaynegocios.net/lasclavesdeldia/903277-330/m%C3%A1s-del-50-de-aviones-que-vuelan-en-am%C3%A9rica-latina-son-airbus*
- DANE. (Diciembre de 2015). Obtenido de Banco de la República: *http://www.banrep.gov.co/es/info-temas-a/4024*
- Diario Financiero. (30 de Junio de 2015). *Aerolíneas preocupadas por la desaceleración económica en la región*. Obtenido de df.cl: *https://www.df.cl/noticias/empresas/multinacionales/aerolineas-preocupadas-por-la-desaceleracion-economica-en-la-region/2015-06-30/003719.html*
- Dinero.com (25 de Febrero de 2015). *dinero.com*. Obtenido de *http://www.dinero.com/empresas/articulo/impacto-del-precio-del-petroleo-del-dolar-aerolineas/206174*
- Dinero.com. (25 de 02 de 2015). *Dinero*. Obtenido de *http://www.dinero.com/empresas/articulo/impacto-del-precio-del-petroleo-del-dolar-aerolineas/206174*
- El TIEMPO. (03 de 03 de 2016). *http://www.eltiempo.com/*. Recuperado el 25 de 03 de 2016, de *http://www.eltiempo.com/estilo-de-vida/viajar/air-europa-y-turkish-en-colombia/16526850*: *http://www.eltiempo.com/estilo-de-vida/viajar/air-europa-y-turkish-en-colombia/16526850*
- FMI. (30 de 10 de 2015). *https://www.imf.org*. Recuperado el 03 de 2016, de *https://www.imf.org*: *https://www.imf.org/external/spanish/pubs/ft/weo/2015/02/pdf/texts.pdf*
- Grupo Bancolombia. (28 de Enero de 2016). Obtenido de Grupo Bancolombia: *http://www.grupobancolombia.com/wps/portal/empresas/capital-inteligente/investigaciones-economicas/publicaciones/annual-economic-forecasts-quarterly-updates/*
- Grupo Bancolombia. (27 de Enero de 2016). *grupobancolombia.com*. Obtenido de *http://www.grupobancolombia.com/wps/portal/empresas/capital-inteligente/investigaciones-economicas/publicaciones/annual-economic-forecasts-quarterly-updates/*
- Grupo Bancolombia. (s.f.). *Grupo Bancolombia - Investigaciones económicas*. Obtenido de *http://www.grupobancolombia.com/wps/portal/empresas/capital-inteligente/investigaciones-economicas/publicaciones/annual-economic-forecasts-quarterly-updates/*
- IATA. (04 de 02 de 2016). *Demand for Air Travel in 2015 Surges to Strongest Result in Five Years*. (IATA, Productor) Obtenido de *www.iata.org*: *http://www.iata.org/pressroom/pr/Pages/2016-02-04-01.aspx*
- ICAO. (28 de 12 de 2015). *http://www.unmultimedia.org*. Recuperado el 30 de 03 de 2016, de *http://www.unmultimedia.org*: *http://www.unmultimedia.org/radio/spanish/2015/12/oaci-3-500-millones-de-personas-viajaron-por-avion-en-2015/#.Vv4O32ThAy5*
- International Energy Agency. (2016). *International Energy Agency*. Obtenido de Medium Term Oil Market Report 2016: *http://www.iea.org/Textbase/npsum/MTOMR2016sum.pdf*

- La República. (01 de Febrero de 2016). *Retos de la industria aérea en 2016*. Obtenido de larepublica.co: http://www.larepublica.co/retos-de-la-industria-a%C3%A9rea-en-2016_345591
- McKinsey & Company. (2010). *Valuation*. United States: Wiley.
- Ministerio de Transporte. (17 de Diciembre de 2015). Obtenido de mintransporte.gov.co: https://www.mintransporte.gov.co/Publicaciones/rendicin_de_cuentas_2015
- Otero, C. (01 de Diciembre de 2012). Obtenido de empresaepm.blogspot: <http://empresaepm.blogspot.com.co/2012/12/fuerzas-competitivas-de-porter-en-el.html>
- Oxley, D., & Buecking, N. (Diciembre de 2015). *iata.org*. Obtenido de [http://www.iata.org/publications/economic-briefings/FX%20impacts%20on%20airlines%20\(Dec%202015\).pdf](http://www.iata.org/publications/economic-briefings/FX%20impacts%20on%20airlines%20(Dec%202015).pdf)
- Por, & Porter, M. E. (1982). *Estrategia competitiva: técnicas para el análisis de los sectores industriales y de la competencia*. México: Continental.
- PrecioPetroleo.net. (s.f.). *PrecioPetroleo.net*. Obtenido de <http://www.preciopetroleo.net/>
- Quiminet. (s.f.). *Quiminet.com*. Obtenido de <http://www.quiminet.com/productos/combustible-para-aviones-36074567235/proveedores.htm>
- Restrepo, N. (2007). *Estrategia de Precios*. Medellín, Antioquia, Colombia.
- Revista Semana. (16 de 01 de 2016). *Mejor viajar por aire que por tierra*. Obtenido de Semana: <http://www.semana.com/nacion/articulo/transporte-el-avion-se-impone-los-buses/456775-3>
- Salcedo, G. (13 de Enero de 2015). *portafolio.co*. Obtenido de <http://www.portafolio.co/negocios/competitividad-industria-aerea-el-2015-tatis0308.wordpress>
- tatis0308.wordpress. (s.f.). Obtenido de <https://tatis0308.wordpress.com/principales-fabricantes/>
- VIAJAR. (1 de septiembre de 2015). *ELTIEMPO.COM*. Obtenido de ELTIEMPO.COM: <http://www.eltiempo.com/estilo-de-vida/viajar/avianca-descuentos/16317601>



	DIC 31 2012	DIC 31 2013	DIC 31 2014	DIC 31 2015
ACTIVOS				
ACTIVOS CORRIENTES				
Efectivo y equivalentes	402.997	735.577	640.891	479.381
Efectivo restringido	6.547	23.538	1.987	5.397
Inversiones disponibles para la venta	19.460	-	1.218	-
CXC neto de estimación para cuentas de cobro dudoso	202.962	276.963	355.168	279.620
CXC con partes relacionadas	29.427	26.425	27.386	23.073
Repuestos no reparables y suministros, Neto de provisión por obsolescencia	48.796	53.158	65.614	68.768
Gastos pagados por anticipado	54.512	46.745	56.065	45.708
Activos mantenidos para la venta	9.832	7.448	1.369	3.323
Depósitos y otros activos	105.028	125.334	174.128	130.724
TOTAL ACTIVOS CORRIENTES	879.561	1.295.188	1.323.826	1.035.994
ACTIVOS NO CORRIENTES				
Inversiones disponibles para la venta	13.165	14.878	237	793
Depósitos y otros activos	221.558	189.176	218.010	246.486
CXC neto de estimación para cuentas de cobro dudoso	64.540	32.441	42.407	59.713
CXC con partes relacionadas	24.001	-	11.247	-
Activos intangibles	344.908	363.103	416.070	413.766
Impuesto Diferido Activo	73.644	50.893	35.664	232.225
Propiedades y equipo neto	2.699.546	3.233.358	4.128.051	4.599.346
TOTAL ACTIVOS NO CORRIENTES	3.441.362	3.883.849	4.851.686	5.552.329
TOTAL ACTIVOS	4.320.923	5.179.037	6.175.512	6.588.323
PASIVOS Y PATRIMONIO				
PASIVOS CORRIENTES				

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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 y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.



	DIC 31 2012	DIC 31 2013	DIC 31 2014	DIC 31 2015
Porción corriente de deuda a largo plazo	282.145	314.165	458.679	412.884
CXP	488.568	509.129	547.494	481.664
CXP con partes relacionadas	7.309	7.553	13.797	9.449
Gastos acumulados	181.802	134.938	138.262	118.192
Provisión para litigios	7.903	14.984	14.157	13.386
Provisión para condiciones de retorno	7.598	33.033	61.425	52.636
Beneficios para empleados	57.241	52.392	49.193	32.876
Ingresos diferidos por transporte no devengados	468.789	564.605	461.118	432.503
Otros Pasivos	29.470	27.432	127.496	12.691
TOTAL PASIVOS CORRIENTES	1.530.825	1.658.231	1.871.621	1.566.281
<i>PASIVOS NO CORRIENTES</i>				
Deuda a largo plazo	1.572.299	1.951.330	2.711.898	3.060.110
CXP	3.041	2.735	21.167	3.599
Provisión para condiciones de retorno	59.297	56.065	70.459	109.231
Beneficios para empleados	400.831	276.284	173.460	127.720
Pasivos por impuesto diferido	2.528	7.940	15.760	239.853
Ingresos diferidos por transporte no devengados	-	-	85.934	93.519
Otros pasivos no corrientes	-	11.706	8.466	15.375
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTES	2.037.996	2.306.060	3.087.144	3.649.407
TOTAL PASIVOS	3.568.821	3.964.291	4.958.765	5.215.688
<i>PATRIMONIO</i>				
Acciones Comunes	92.675	83.225	82.600	82.600
Acciones Preferentes	19.473	41.398	42.023	42.023
Capital adicional pagado en acciones comunes	263.178	236.342	234.567	234.567

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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 y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

BURKENROAD REPORTS LATINAMERICA

BALANCE HISTÓRICO. Miles de dólares ('.000 USD)



UNIVERSIDAD
EAFIT
Abierta al mundo

Laboratorio
Financiero

	DIC 31 2012	DIC 31 2013	DIC 31 2014	DIC 31 2015
Capital adicional pagado en acciones preferentes	270.061	467.498	469.273	469.273
Utilidades retenidas	68.153	351.102	355.671	507.132
Revaluación y otras reservas	25.418	28.857	24.550	18.394
TOTAL PATRIMONIO ATRIBUIBLE A LA COMPAÑÍA	738.958	1.208.422	1.208.684	1.353.989
Participación no controlada	13.144	6.324	8.063	18.646
TOTAL PATRIMONIO	752.102	1.214.746	1.216.747	1.372.635
TOTAL PASIVO + PATRIMONIO	4.320.923	5.179.037	6.175.512	6.588.323

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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 y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.



	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
ACTIVOS										
ACTIVOS CORRIENTES										
Efectivo y equivalentes	419.264	450.943	468.930	636.047	994.841	1.152.612	1.413.192	1.526.649	1.684.746	2.153.564
Efectivo restringido	5.397	5.397	5.397	5.397	5.397	5.397	5.397	5.397	5.397	5.397
Inversiones disponibles para la venta	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
CXC neto de estimación para cuentas de cobro dudoso	255.504	262.114	277.443	292.648	299.815	312.567	325.861	339.721	354.170	369.233
CXC con partes relacionadas	24.531	25.165	26.637	28.097	28.785	30.009	31.285	32.616	34.003	35.450
Repuestos no reparables y suministros, Neto de provisión por obsolescencia	54.438	55.846	59.112	62.352	63.879	66.596	69.428	72.381	75.460	78.669
Gastos pagados por anticipado	46.822	48.033	50.842	53.629	54.942	57.279	59.715	62.255	64.903	67.663
Activos mantenidos para la venta	5.138	5.271	5.579	5.884	6.029	6.285	6.552	6.831	7.122	7.424
Depósitos y otros activos	122.751	125.926	133.291	140.596	144.039	150.165	156.552	163.211	170.153	177.389
TOTAL ACTIVOS CORRIENTES	933.844	978.695	1.027.230	1.224.650	1.597.727	1.780.911	2.067.984	2.209.061	2.395.952	2.894.790
ACTIVOS NO CORRIENTES										
Inversiones disponibles para la venta	793	793	793	793	793	793	793	793	793	793
Depósitos y otros activos	202.339	207.573	219.712	231.754	237.429	247.528	258.056	269.032	280.474	292.403
CXC neto de estimación para cuentas de cobro dudoso	46.360	47.559	50.340	53.099	54.400	56.714	59.126	61.641	64.262	66.995
CXC con partes relacionadas	8.280	8.494	8.991	9.484	9.716	10.129	10.560	11.009	11.478	11.966
Activos intangibles	379.354	389.168	411.927	434.503	445.144	464.078	483.816	504.394	525.847	548.212
Costo del activo intangible	423.365	434.317	459.716	484.912	496.787	517.917	539.945	562.911	586.852	611.812
Amortización acumulada y pérdidas por deterioro	- 44.010	- 45.149	- 47.789	- 50.408	- 51.643	- 53.839	- 56.129	- 58.517	- 61.006	- 63.600
Impuesto Diferido Activo	232.225	232.225	232.225	232.225	232.225	232.225	232.225	232.225	232.225	232.225
Propiedades y equipo neto	4.337.233	4.062.387	3.720.147	3.378.647	3.321.788	3.558.512	3.755.433	3.919.242	4.055.508	4.168.861
Costo del activo (PPE Bruto)	5.213.926	4.883.526	4.472.108	4.061.580	3.993.227	4.277.801	4.514.526	4.711.446	4.875.256	5.011.521
Depreciación acumulada	- 876.694	- 821.139	- 751.961	- 682.933	- 671.440	- 719.289	- 759.093	- 792.204	- 819.748	- 842.660
TOTAL ACTIVOS NO CORRIENTES	5.206.584	4.948.200	4.644.135	4.340.506	4.301.495	4.569.979	4.800.009	4.998.335	5.170.586	5.321.455

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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 y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.



	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
TOTAL ACTIVOS	6.140.428	5.926.895	5.671.365	5.565.155	5.899.222	6.350.889	6.867.993	7.207.397	7.566.538	8.216.244
PASIVOS Y PATRIMONIO										
PASIVOS CORRIENTES										
Porción corriente de deuda a largo plazo	412.884	412.884	412.884	412.884	412.884	412.884	412.884	412.884	412.884	412.884
CXP	466.809	478.885	506.891	534.672	547.766	571.064	595.353	620.674	647.073	674.594
CXP con partes relacionadas	8.733	8.958	9.482	10.002	10.247	10.683	11.137	11.611	12.105	12.620
Gastos acumulados	132.637	136.068	144.025	151.919	155.639	162.259	169.160	176.355	183.856	191.675
Provisión para litigios	15.956	19.021	22.673	27.027	32.217	38.403	45.778	54.568	65.047	77.538
Provisión para condiciones de retorno	35.212	36.123	38.236	40.331	41.319	43.076	44.908	46.818	48.810	50.886
Beneficios para empleados	27.328	22.716	18.882	15.695	13.047	10.845	9.015	7.493	6.229	5.177
Ingresos diferidos por transporte no devengados	443.833	455.314	481.942	508.355	520.805	542.956	566.049	590.125	615.224	641.390
Otros Pasivos	44.302	45.448	48.106	50.742	51.985	54.196	56.501	58.904	61.409	64.021
TOTAL PASIVOS CORRIENTES	1.587.693	1.615.416	1.683.120	1.751.627	1.785.907	1.846.366	1.910.785	1.979.433	2.052.636	2.130.785
PASIVOS NO CORRIENTES										
Variable de Ajuste Deuda	- 419.264	- 676.415	- 1.094.170	- 1.484.109	- 994.841	- 768.408	- 605.654	- 654.278	- 722.034	- 538.391
Deuda a largo plazo	3.055.855	3.027.903	2.993.122	2.951.874	2.505.855	2.401.874	2.401.874	2.401.874	2.401.874	2.401.874
CXP	6.853	7.030	7.441	7.849	8.041	8.383	8.739	9.111	9.499	9.903
Provisión para condiciones de retorno	68.283	70.050	74.147	78.210	80.126	83.534	87.086	90.790	94.652	98.678
Beneficios para empleados	87.235	59.583	40.696	27.796	18.985	12.967	8.857	6.049	4.132	2.822
Pasivos por impuesto diferido	239.853	239.853	239.853	239.853	239.853	239.853	239.853	239.853	239.853	239.853
Ingresos diferidos por transporte no devengados	82.079	84.202	89.127	94.011	96.314	100.410	104.681	109.133	113.775	118.614
Otros pasivos no corrientes	8.127	8.338	8.825	9.309	9.537	9.943	10.365	10.806	11.266	11.745
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTES	3.129.021	2.820.544	2.359.041	1.924.793	1.963.869	2.088.556	2.255.803	2.213.339	2.153.017	2.345.097
TOTAL PASIVOS	4.716.714	4.435.960	4.042.161	3.676.421	3.749.776	3.934.921	4.166.588	4.192.772	4.205.652	4.475.882

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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 y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.



	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
PATRIMONIO										
Acciones Comunes	82.600	82.600	82.600	82.600	82.600	82.600	82.600	82.600	82.600	82.600
Acciones Preferentes	42.023	42.023	42.023	42.023	42.023	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	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	469.273	469.273	469.273	469.273	469.273
Utilidades retenidas	558.211	625.432	763.701	1.023.232	1.283.943	1.550.465	1.835.902	2.149.121	2.495.383	2.874.859
Revaluación y otras reservas	18.394	18.394	18.394	18.394	18.394	18.394	18.394	18.394	18.394	18.394
TOTAL PATRIMONIO ATRIBUIBLE A LA COMPAÑÍA	1.405.068	1.472.289	1.610.558	1.870.089	2.130.800	2.397.322	2.682.759	2.995.978	3.342.240	3.721.716
Participación no controlada	18.646	18.646	18.646	18.646	18.646	18.646	18.646	18.646	18.646	18.646
TOTAL PATRIMONIO	1.423.714	1.490.935	1.629.204	1.888.735	2.149.446	2.415.968	2.701.405	3.014.624	3.360.886	3.740.362
TOTAL PASIVO + PATRIMONIO	6.140.428	5.926.895	5.671.365	5.565.155	5.899.222	6.350.889	6.867.993	7.207.397	7.566.538	8.216.244

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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 y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.



	DIC 31 2012	DIC 31 2013	DIC 31 2014	DIC 31 2015
INGRESOS OPERACIONALES				
Pasajeros	3.550.559	3.862.397	3.862.721	3.458.017
Carga y otros	719.097	747.207	840.850	903.324
TOTAL INGRESOS OPERACIONALES	4.269.656	4.609.604	4.703.571	4.361.341
GASTOS OPERACIONALES				
Operaciones de vuelo	84.774	82.872	56.695	58.069
Combustible aeronaves	1.305.396	1.325.763	1.345.755	1.006.792
Operaciones terrestres	321.552	343.812	397.625	412.382
Arrendamiento aeronaves	255.566	273.643	299.220	317.505
Servicios a pasajeros	132.823	143.512	154.464	149.292
Mantenimiento y reparaciones	222.705	188.659	268.894	309.719
Tráfico aéreo	169.650	180.140	206.151	202.980
Mercadeo y ventas	522.645	584.468	605.674	612.775
Generales, administrativos y otros	206.666	257.273	165.172	176.195
Salarios, sueldos y beneficios	644.901	674.951	725.793	666.084
Depreciación y amortización	122.080	169.580	198.660	230.732
TOTAL GASTOS OPERACIONALES	3.988.758	4.224.673	4.424.103	4.142.525
UTILIDAD DE OPERACIÓN	280.898	384.931	279.468	218.816
EBITDAR	658.544	828.154	777.348	767.053
Gastos por intereses	- 122.112	- 113.330	- 133.989	- 169.407
Ingresos por intereses	25.006	11.565	17.099	19.016
Instrumentos financieros derivados	- 24.042	- 11.402	5.924	626
Diferencial cambiario	- 56.788	23.517	10.272	- 177.529

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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 y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.



	DIC 31 2012	DIC 31 2013	DIC 31 2014	DIC 31 2015
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO SOBRE LA RENTA	102.962	295.281	178.774	- 108.478
Gasto de impuesto sobre la renta - corriente	- 49.884	- 40.296	- 33.781	- 17.280
Gasto de impuesto sobre la renta - diferido	- 14.821	- 6.164	- 16.499	- 13.748
TOTAL GASTO IMPUESTO SOBRE LA RENTA	- 64.705	- 46.460	- 50.280	- 31.028
UTILIDAD NETA DEL PERIODO	38.257	248.821	128.494	- 139.506



	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
INGRESOS OPERACIONALES										
Pasajeros	3.256.813	3.319.860	3.491.568	3.659.256	3.748.870	3.908.321	4.074.552	4.247.852	4.428.521	4.616.872
Carga	604.321	632.676	683.141	734.786	752.780	784.798	818.178	852.977	889.255	927.077
Otros	272.511	288.041	313.864	340.535	348.874	363.713	379.183	395.310	412.123	429.652
TOTAL INGRESOS OPERACIONALES	4.133.644	4.240.577	4.488.573	4.734.576	4.850.525	5.056.832	5.271.913	5.496.139	5.729.900	5.973.600
GASTOS OPERACIONALES										
Operaciones de vuelo	62.047	63.652	69.502	73.312	75.107	79.100	82.465	85.972	89.629	93.441
Combustible aeronaves	1.057.132	1.093.353	1.130.816	1.169.562	1.209.636	1.258.021	1.308.342	1.360.676	1.415.103	1.471.707
Operaciones terrestres	322.981	331.336	361.788	381.616	390.962	411.750	429.263	447.520	466.554	486.397
Arrendamiento aeronaves	264.176	271.010	286.860	302.581	309.991	323.176	336.922	351.252	366.191	381.766
Servicios a pasajeros	126.951	130.235	142.205	149.999	153.672	161.843	168.727	175.903	183.384	191.184
Mantenimiento y reparaciones	228.663	234.578	248.297	261.905	268.319	279.731	291.629	304.033	316.964	330.445
Tráfico aéreo	166.093	170.390	186.050	196.247	201.053	211.743	220.749	230.138	239.926	250.131
Mercadeo y ventas	535.796	549.656	581.801	613.688	628.717	655.458	683.336	712.400	742.700	774.288
Generales, administrativos y otros	185.736	190.541	201.684	212.738	217.948	227.218	236.882	246.957	257.461	268.411
Salarios, sueldos y beneficios	702.053	730.837	760.801	791.233	822.882	855.798	890.030	925.631	962.656	1.001.162
Depreciación y amortización	209.495	197.623	183.278	168.958	166.859	178.220	187.836	196.007	202.985	208.976
TOTAL GASTOS OPERACIONALES	3.861.123	3.963.213	4.153.082	4.321.839	4.445.146	4.642.059	4.836.180	5.036.489	5.243.552	5.457.907
UTILIDAD DE OPERACIÓN	272.521	277.364	335.491	412.738	405.378	414.773	435.733	459.650	486.347	515.693
EBITDAR										
EBITDAR	746.193	745.998	805.629	884.277	882.229	916.170	960.490	1.006.909	1.055.523	1.106.435
Gastos por intereses	- 157.743	- 142.995	- 119.586	- 97.282	- 99.519	- 105.853	- 114.272	- 111.757	- 108.252	- 117.751
Ingresos por intereses	14.593	15.679	16.296	22.028	34.334	39.745	48.683	52.574	57.997	74.077
Instrumentos financieros derivados	- 6.925	- 7.104	- 7.520	- 7.932	- 8.126	- 8.472	- 8.832	- 9.208	- 9.600	- 10.008
Diferencial cambiario	- 48.281	- 49.530	- 52.426	- 55.300	- 56.654	- 59.064	- 61.576	- 64.195	- 66.925	- 69.771

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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 y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.



	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO SOBRE LA RENTA	74.165	93.414	172.255	274.252	275.413	281.130	299.735	327.064	359.567	392.239
Gasto de impuesto sobre la renta - corriente	- 23.983	- 31.718	- 59.880	- 75.382	- 75.701	- 77.273	- 82.387	- 89.899	- 98.833	- 107.813
Gasto de impuesto sobre la renta - diferido	- 13.748	- 13.748	- 13.748	- 13.748	- 13.748	- 13.748	- 13.748	- 13.748	- 13.748	- 13.748
TOTAL GASTO IMPUESTO SOBRE LA RENTA	- 37.731	- 45.466	- 73.628	- 89.130	- 89.449	- 91.021	- 96.135	- 103.647	- 112.581	- 121.561
UTILIDAD NETA DEL PERIODO	36.434	47.948	98.627	185.122	185.963	190.109	203.600	223.418	246.987	270.678

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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 y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.



	Tipo	DIC 31 2012	DIC 31 2013	DIC 31 2014	DIC 31 2015
Ingresos Operacionales	Op		4.609.604	4.703.571	4.361.341
Gastos Operacionales	Op	-	4.224.673	- 4.424.103	- 4.142.525
UTILIDAD DE OPERACIÓN (UO)	Op		384.931	279.468	218.816
Impuesto de Renta Operacional (IRO)	Op	-	60.566	- 78.600	62.588
UTILIDAD NETA OPERATIVA DESPUÉS DE IMPUESTOS (UNODI)	Op		324.365	200.868	281.404
Depreciación acumulada	Op		100.307	115.385	169.948
FCO BRUTO DISPONIBLE PARA INVERSIONES OPERATIVAS			424.672	316.253	451.352
CXC neto de estimación para cuentas de cobro dudoso CP	Op	-	74.001	- 78.205	75.548
CXC con partes relacionadas CP	Op		3.002	- 961	4.313
Efectivo restringido	Op	-	16.991	21.551	- 3.410
Repuestos no reparables y suministros, Neto de provisión por obsolescencia	Op	-	4.362	- 12.456	- 3.154
CXP CP	Op		20.561	38.365	- 65.830
CXP con partes relacionadas LP	Op		244	6.244	- 4.348
CAPITAL DE TRABAJO NETO OPERATIVO (KTNO)			- 71.547	- 25.462	3.119
FCO DISP. PARA INVERSIONES EN ACTIVOS FIJOS Y OTROS OPERATIVOS			353.125	290.791	454.471
Gastos pagados por anticipado	Op		7.767	- 9.320	10.357
Activos intangibles	Op	-	18.195	- 52.967	2.304
Depósitos y otros activos CP	Op	-	20.306	- 48.794	43.404
Costo del activo (PPE Bruto)	Op	-	634.119	- 1.010.078	- 641.243
Depósitos y otros activos LP	Op		32.382	- 28.834	- 28.476
CXC neto de estimación para cuentas de cobro dudoso LP	Op		32.099	- 9.966	- 17.306
CXC con partes relacionadas LP	Op		24.001	- 11.247	11.247
Impuesto Diferido Activo	Op		22.751	15.229	- 196.561
Gastos acumulados	Op	-	46.864	3.324	- 20.070
Provisión para condiciones de retorno CP	Op		25.435	28.392	- 8.789
Ingresos diferidos por transporte no devengados CP	Op		95.816	- 103.487	- 28.615
CXP LP	Op	-	306	18.432	- 17.568
Provisión para condiciones de retorno LP	Op	-	3.232	14.394	38.772

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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 y/o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.



	Tipo	DIC 31 2012	DIC 31 2013	DIC 31 2014	DIC 31 2015
Pasivos por impuesto diferido LP	Op		5.412	7.820	224.093
Ingresos diferidos por transporte no devengados LP	Op		-	85.934	7.585
CAPITAL INVERTIDO EN ACTIVOS FIJOS Y OTROS OPERATIVOS			- 477.359	- 1.101.168	- 620.866
CAPITAL INVERTIDO OPERATIVO			- 548.906	- 1.126.630	- 617.747
FLUJO DE CAJA LIBRE OPERATIVO			- 124.234	- 810.377	- 166.395
Ingresos financieros DI	No		29.562	23.931	25.260
FLUJO DE CAJA NO OPERATIVO BRUTO DISP. PARA INVERSIONES NO OPERATIVAS			29.562	23.931	25.260
Inversiones disponibles para la venta CP	No		19.460	- 1.218	1.218
Inversiones disponibles para la venta LP	No		- 1.713	14.641	- 556
Activos mantenidos para la venta	No		2.384	6.079	- 1.954
Provisión para litigios	No		7.081	- 827	- 771
Beneficios para empleados CP	No		- 4.849	- 3.199	- 16.317
Beneficios para empleados LP	No		- 124.547	- 102.824	- 45.740
Otros Pasivos	No		- 2.038	100.064	- 114.805
Otros pasivos no corrientes	No		11.706	- 3.240	6.909
CAPITAL INVERTIDO NO OPERATIVO NETO			- 92.516	9.476	- 172.016
FLUJO DE CAJA LIBRE NO OPERATIVO (FCL-NO)			- 62.954	33.407	- 146.756
FLUJO DE CAJA LIBRE DE LA EMPRESA (FCFF)			- 187.188	- 776.970	- 313.151
Egresos Financieros DI	F		- 105.106	- 96.305	- 446.170
Porción corriente de deuda a largo plazo	F		32.020	144.514	- 45.795
Deuda a largo plazo	F		379.031	760.568	348.212
FLUJO DE CAJA DE LA DEUDA			305.945	808.777	- 143.753
FLUJO DE CAJA DISPONIBLE PARA LOS ACCIONISTAS			118.757	31.807	- 456.904
Acciones Comunes	F		- 9.450	- 625	-
Acciones Preferentes	F		21.925	625	-
Capital adicional pagado en acciones comunes	F		- 26.836	- 1.775	-
Capital adicional pagado en acciones preferentes	F		197.437	1.775	-

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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 y/o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.



	Tipo	DIC 31 2012	DIC 31 2013	DIC 31 2014	DIC 31 2015
Otros Resultados Integrales	F		66.021	- 90.064	64.843
Utilidad Neta - Participación no Controladora (Según notas EEFF)	F		8.672	776	- 15.882
Otros + Venta de Participación minorista	F		- 205	-	302.938
Dividendos pagados (Según notas EEFF)	F		- 36.921	- 38.944	- 67.088
Participación no controlada	F		- 6.820	1.739	10.583
FLUJO DE CAJA DE LOS ACCIONISTAS			213.823	- 126.493	295.394
VARIACIÓN DISPONIBLE			332.580	- 94.686	- 161.510



	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Ingresos Operacionales	4.133.644	4.240.577	4.488.573	4.734.576	4.850.525	5.056.832	5.271.913	5.496.139	5.729.900	5.973.600
Gastos Operacionales	- 3.861.123	- 3.963.213	- 4.153.082	- 4.321.839	- 4.445.146	- 4.642.059	- 4.836.180	- 5.036.489	- 5.243.552	- 5.457.907
UTILIDAD DE OPERACIÓN (UO)	272.521	277.364	335.491	412.738	405.378	414.773	435.733	459.650	486.347	515.693
Impuesto de Renta Operacional (IRO)	- 138.643	- 134.997	- 143.401	- 134.138	- 131.660	- 134.290	- 139.754	- 145.663	- 152.275	- 159.821
UTILIDAD NETA OPERATIVA DESPUÉS DE IMPUESTOS (UNODI)	133.878	142.368	192.090	278.600	273.718	280.483	295.979	313.987	334.072	355.871
Depreciación	- 72.077	- 55.555	- 69.178	- 69.028	- 11.493	47.850	39.804	33.111	27.544	22.912
FCO BRUTO DISPONIBLE PARA INVERSIONES OPERATIVAS	61.801	86.813	122.912	209.572	262.225	328.332	335.783	347.098	361.615	378.784
CXC neto de estimación para cuentas de cobro dudoso CP	24.116	- 6.610	- 15.329	- 15.206	- 7.167	- 12.752	- 13.294	- 13.860	- 14.449	- 15.063
CXC con partes relacionadas CP	- 1.458	- 635	- 1.472	- 1.460	- 688	- 1.224	- 1.276	- 1.331	- 1.387	- 1.446
Efectivo restringido	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Repuestos no reparables y suministros, Neto de provisión por obsolescencia	14.330	- 1.408	- 3.266	- 3.240	- 1.527	- 2.717	- 2.833	- 2.953	- 3.079	- 3.209
CXP CP	- 14.855	12.076	28.006	27.781	13.094	23.298	24.289	25.322	26.398	27.521
CXP con partes relacionadas LP	- 716	226	524	520	245	436	454	474	494	515
CAPITAL DE TRABAJO NETO OPERATIVO (KTNO)	21.417	3.649	8.463	8.395	3.957	7.041	7.340	7.652	7.978	8.317
FCO DISP. PARA INVERSIONES EN ACTIVOS FIJOS Y OTROS OPERATIVOS	83.218	90.462	131.376	217.968	266.182	335.373	343.123	354.750	369.593	387.101
Gastos pagados por anticipado	- 1.114	- 1.211	- 2.809	- 2.786	- 1.313	- 2.337	- 2.436	- 2.540	- 2.648	- 2.760
Activos intangibles	34.412	- 9.813	- 22.759	- 22.576	- 10.641	- 18.933	- 19.738	- 20.578	- 21.453	- 22.365
Depositos y otros activos CP	7.973	- 3.175	- 7.364	- 7.305	- 3.443	- 6.126	- 6.387	- 6.659	- 6.942	- 7.237
Costo del activo (PPE Bruto)	334.191	330.400	411.419	410.527	68.353	- 284.574	- 236.724	- 196.920	- 163.809	- 136.266
Depósitos y otros activos LP	44.147	- 5.234	- 12.139	- 12.042	- 5.676	- 10.099	- 10.528	- 10.976	- 11.442	- 11.929
CXC neto de estimación para cuentas de cobro dudoso LP	13.353	- 1.199	- 2.781	- 2.759	- 1.300	- 2.314	- 2.412	- 2.515	- 2.622	- 2.733
CXC con partes relacionadas LP	- 8.280	- 214	- 497	- 493	- 232	- 413	- 431	- 449	- 468	- 488
Impuesto Diferido Activo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Gastos acumulados	14.445	3.431	7.957	7.894	3.720	6.620	6.901	7.195	7.501	7.820

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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 y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.



	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Provisión para condiciones de retorno CP	- 17.424	911	2.113	2.096	988	1.757	1.832	1.910	1.991	2.076
Ingresos diferidos por transporte no devengados CP	11.330	11.481	26.628	26.414	12.449	22.151	23.093	24.075	25.099	26.166
CXP LP	3.254	177	411	408	192	342	357	372	388	404
Provisión para condiciones de retorno LP	- 40.948	1.766	4.097	4.064	1.915	3.408	3.553	3.704	3.861	4.026
Pasivos por impuesto diferido LP	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ingresos diferidos por transporte no devengados LP	- 11.440	2.123	4.924	4.885	2.302	4.097	4.271	4.452	4.642	4.839
CAPITAL INVERTIDO EN ACTIVOS FIJOS Y OTROS OPERATIVOS	383.898	329.443	409.198	408.325	67.315	- 286.421	- 238.650	- 198.928	- 165.902	- 138.448
CAPITAL INVERTIDO OPERATIVO	405.315	333.092	417.662	416.720	71.271	- 279.380	- 231.310	- 191.276	- 157.925	- 130.131
FLUJO DE CAJA LIBRE OPERATIVO	467.116	419.905	540.574	626.292	333.496	48.952	104.473	155.822	203.691	248.653
Ingresos financieros DI	7.169	8.048	9.330	14.869	23.183	26.877	33.069	35.914	39.838	51.119
FLUJO DE CAJA NO OPERATIVO BRUTO DISP. PARA INVERSIONES NO OPERATIVAS	7.169	8.048	9.330	14.869	23.183	26.877	33.069	35.914	39.838	51.119
Inversiones disponibles para la venta CP	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Inversiones disponibles para la venta LP	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Activos mantenidos para la venta	- 1.815	- 133	- 308	- 306	- 144	- 256	- 267	- 279	- 291	- 303
Provisión para litigios	2.570	3.064	3.652	4.354	5.190	6.187	7.374	8.791	10.479	12.491
Beneficios para empleados CP	- 5.548	- 4.612	- 3.834	- 3.187	- 2.649	- 2.202	- 1.830	- 1.521	- 1.265	- 1.051
Beneficios para empleados LP	- 40.485	- 27.652	- 18.887	- 12.900	- 8.811	- 6.018	- 4.110	- 2.808	- 1.918	- 1.310
Otros Pasivos	31.611	1.146	2.658	2.636	1.243	2.211	2.305	2.403	2.505	2.612
Otros pasivos no corrientes	- 7.248	210	488	484	228	406	423	441	460	479
CAPITAL INVERTIDO NO OPERATIVO NETO	- 20.914	- 27.976	- 16.231	- 8.918	- 4.943	327	3.894	7.027	9.971	12.918
FLUJO DE CAJA LIBRE NO OPERATIVO (FCL-NO)	- 13.745	- 19.929	- 6.900	5.951	18.240	27.204	36.963	42.941	49.809	64.037
FLUJO DE CAJA LIBRE DE LA EMPRESA (FCFF)	453.371	399.976	533.674	632.243	351.736	76.156	141.436	198.762	253.499	312.690
Egresos Financieros DI	- 104.613	- 102.467	- 102.794	- 108.348	- 110.938	- 117.251	- 125.447	- 126.483	- 126.923	- 136.313
Porción corriente de deuda a largo plazo	- 419.264	- 257.151	- 417.755	- 389.940	- 489.268	- 226.433	- 162.754	- 48.625	- 67.756	- 183.643

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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 y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.



	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Deuda a largo plazo	- 4.255	- 27.952	- 34.781	- 41.248	- 446.019	- 103.981	-	-	-	-
FLUJO DE CAJA DE LA DEUDA	- 528.132	- 387.570	- 555.330	- 539.535	- 67.689	5.201	37.307	- 175.107	- 194.679	47.330
FLUJO DE CAJA DISPONIBLE PARA LOS ACCIONISTAS	- 74.761	12.406	- 21.656	92.708	284.047	81.357	178.743	23.655	58.821	360.020
Dividendos pagados (Según notas EEFF)	14.645	19.273	39.643	74.409	74.747	76.414	81.836	89.802	99.275	108.798
Participación no controlada	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FLUJO DE CAJA DE LOS ACCIONISTAS	14.645	19.273	39.643	74.409	74.747	76.414	81.836	89.802	99.275	108.798
VARIACIÓN DISPONIBLE	- 60.117	31.679	17.987	167.117	358.794	157.771	260.580	113.457	158.096	468.818

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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 y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.



Componente	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Prop. esperada deuda D/D+P	68,17%	64,96%	58,66%	49,89%	47,23%	45,86%	44,99%	41,75%	38,37%	37,83%
Prop. esperada patrimonio P/D+P	31,83%	35,04%	41,34%	50,11%	52,77%	54,14%	55,01%	58,25%	61,63%	62,17%
Prop. Deuda/Patrimonio D/P	2,14	1,85	1,42	1,00	0,90	0,85	0,82	0,72	0,62	0,61
Beta Industria (β) Desapalancado	0,98	0,98	0,98	0,98	0,98	0,98	0,98	0,98	0,98	0,98
Beta Industria (β) Apalancado	2,24	2,03	1,77	1,62	1,56	1,53	1,51	1,44	1,38	1,37
Default spread Corporativo / Fitch	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Tasa libre de riesgo (Rf)	1,87%	1,87%	1,87%	1,87%	1,87%	1,87%	1,87%	1,87%	1,87%	1,87%
Prima de riesgo del mercado (rm)	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%
Riesgo país (Rp) Pond. x ingresos	2,72%	2,72%	2,72%	2,72%	2,72%	2,72%	2,72%	2,72%	2,72%	2,72%
Participación Ingresos x Región										
Colombia + otros	49%	49%	49%	49%	49%	49%	49%	49%	49%	49%
América del Norte	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%
Centro América y el Caribe	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%
América del Sur (Sin Colombia)	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%
<u>Costo del patrimonio (Kd)</u>	<u>16,67%</u>	<u>15,32%</u>	<u>13,59%</u>	<u>12,61%</u>	<u>12,18%</u>	<u>11,97%</u>	<u>11,85%</u>	<u>11,41%</u>	<u>11,01%</u>	<u>10,95%</u>
Colombia + otros	16,83%	15,46%	13,71%	12,72%	12,28%	12,08%	11,95%	11,51%	11,11%	11,05%
América del Norte	10,58%	9,78%	8,77%	8,19%	7,93%	7,81%	7,74%	7,49%	7,25%	7,21%
Centro América y el Caribe	25,12%	22,98%	20,27%	18,73%	18,05%	17,73%	17,53%	16,85%	16,22%	16,13%
América del Sur (Sin Colombia)	15,35%	14,11%	12,54%	11,65%	11,25%	11,07%	10,95%	10,56%	10,19%	10,14%
<u>Costo de la deuda (Kd)</u>	<u>8,59%</u>	<u>8,59%</u>	<u>8,59%</u>	<u>8,59%</u>	<u>8,59%</u>	<u>8,59%</u>	<u>8,59%</u>	<u>8,59%</u>	<u>8,59%</u>	<u>8,59%</u>
<u>WACC</u>	<u>8,82%</u>	<u>8,60%</u>	<u>8,49%</u>	<u>9,15%</u>	<u>9,10%</u>	<u>9,08%</u>	<u>9,07%</u>	<u>9,02%</u>	<u>8,96%</u>	<u>8,95%</u>

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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 y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.



Componente	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Factor descuento	91,89%	84,78%	78,31%	70,47%	64,69%	59,36%	54,47%	50,13%	46,19%	42,42%

Flujos de caja										
Flujo de Caja Libre Operativo	467.116	419.905	540.574	626.292	333.496	48.952	104.473	155.822	203.691	248.653
Flujo de Caja Libre No operativo	- 13.745	- 19.929	- 6.900	5.951	18.240	27.204	36.963	42.941	49.809	64.037

Valor presente de los Flujos de Caja - Año 0										
Flujo de Caja Libre Operativo	429.252	356.014	423.338	441.322	215.730	29.059	56.905	78.114	94.084	105.490
Flujo de Caja Libre No operativo	- 12.631	- 16.896	- 5.404	4.193	11.799	16.149	20.133	21.526	23.007	27.167

Valor presente de los Flujos de Caja - Año 0 en miles USD	
Flujo de Caja Libre Operativo	USD 2.229.306,75
Flujo de Caja Libre No Operativo	USD 89.042,60
Valor residual	USD 1.481.736,01
Disponible	USD 479.381,00
Deuda Financiera	USD 3.472.994,00
Interés minoritario	USD 18.646,00

Valoración en miles USD	31/12/15	30/06/16
Valor Compañía	USD 4.279.466,37	USD 4.463.706,68
Valor del Patrimonio	USD 787.826,37	USD 821.744,00
Número acciones en circulación	1.001.307.920	1.001.307.920
TRM (31 marzo 2016)	3.022,35	3.022,35
Valor en COP	2.381.087.021,59	2.483.597.985,62
Valor por acción - COP	2.377,98	2.480,35
Precio de mercado (BVC 31/03/2016) - COP	1.900,00	1.900,00
Potencial de valorización	25,16%	31,54%
Valor por acción - ADR USD	USD 6,29	USD 6,57

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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 y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

DISCLAIMER

Los Reportes Burkenroad de la Universidad EAFIT son análisis financieros de empresas listadas en la Bolsa de Valores de Colombia. Los informes son elaborados por alumnos de posgrado de la Escuela de Administración, bajo la supervisión de profesores del Área de Finanzas, Economía, y Contabilidad de la Escuela.

El Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey (ITESM), el Instituto de Estudios Superiores de Administración de Venezuela (IESA), y la Universidad de los Andes de Colombia, el Instituto Colombiano de Estudios Superiores Incolta de Colombia (ICESI), la Escuela de Postgrado de Administración de Empresas de Ecuador (ESPAE), la Universidad Francisco Marroquín de Guatemala, junto con la Universidad de Tulane, 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 proporcionando 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 que listan en la Bolsa de Valores son distribuidos a inversionistas nacionales y extranjeros a través de su publicación en nuestra página web y en la red Burkenroad Latinoamérica. También son distribuidos 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 son presentados a la comunidad académica y a la financiera interesada en un Encuentro Semestral.

Para más información sobre el Proyecto Burkenroad de la Universidad EAFIT (Colombia), por favor visite la página web:

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

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

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