



**VALORACION DE EMPRESAS AVIANCA HOLDINGS S.A.
(Colombia)**

Por Múltiplos

**VALORACION DE EMPRESAS PARA OPTAR AL GRADO DE
MAGISTER EN FINANZAS**

**Alumno: Nicolás Corvalán
Profesor guía: Arturo Rodríguez**

Santiago, Noviembre 2015

INDICE

Contenido

Modelo de descuento de dividendos	6
Método de múltiplos	6
Descripción de la Empresa e Industria	8
PRINCIPALES NEGOCIOS DEL HOLDINGS	9
TRANSPORTE AEREO	9
TRANSPORTE DE CARGA Y CORREO	9
Actividades conexas	10
Star Alliance	10
Composición Accionaria Avianca S.A.	11
Doce mayores accionistas:	11
Junta directiva	12
Comité de Auditoría	12
Miembros Comité de Auditoría	12
Comité Financiero	12
Miembros Comité Financiero	12
Comité de Talento Humano y Compensación	12
Miembros Comité de Talento Humano y Compensación	12
Ingresos por zona	13
Resultados por zonas	13
Principal centro de conexiones.	14
Bogotá, Colombia	14
San Salvador	15
Lima, Perú	15
Códigos compartidos y acuerdos interlínea	15
Otra línea de negocio: Transporte de Carga Avianca Cargo	15
RIESGO EMPRESA INDUSTRIA	16
Administración de riesgos financieros	16

(a) Marco de la administración de riesgo	16
(b) Riesgo crediticio	16
(c) Cuentas por cobrar, neto	17
(d) Riesgo de liquidez	17
(e) Riesgo de mercado	17
(f) Riesgo de productos básicos	18
(g) Riesgo de moneda extranjera	18
(h) Riesgo de tasa de interés	19
Análisis Operacional del Negocio e Industria	19
Tasas de crecimiento real ventas	19
Ponderación de ventas por región	21
Tasas de crecimiento de la industria	22
Perspectivas de crecimiento basadas en crecimiento histórico Avianca	23
Perspectivas de crecimiento basadas en crecimiento de la industria	24
PRINCIPALES REGULADORES DE LA INDUSTRIA	24
Organización de Aviación Civil Internacional	24
Aeronáutica Civil Colombiana	24
Análisis Benchmark:	25
Mercado Nacional:	25
Mercado Internacional:	27
Evolución de participación de mercado aerolíneas	29
Empresas comparables para Avianca	31
GOL (Linhas aéreas inteligentes)	31
Aeroméxico	32
Copa Airlines	32
LAN	32
Descripción del Financiamiento de la Empresa	33
Composición Accionaria	34
Acciones Ordinarias	34
Acciones Preferenciales	34
Evolución de precio de la acción	35

Principales accionistas.....	35
Emisión de bonos internacionales	36
Detalle de los bonos.....	37
Patrimonio Económico de la empresa	39
Desglose del Patrimonio económico de la empresa.	39
Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa	39
Estimación del Costo Patrimonial de la Empresa.....	40
Costo de Capital de la Empresa	40
Costo de la deuda (kb).....	40
2. Beta de la deuda (βd).....	41
3. Beta de la acción ($\beta pc/d$)	41
4. Beta patrimonial sin deuda ($\beta ps/d$)	41
5. Beta patrimonial con deuda ($\beta pc/d$).....	42
6. Costo patrimonial (kp).....	42
7. Costo de capital promedio ponderado (WACC) ($k0$).....	42
Valoración de la Empresa por Múltiplos.....	43
Estimación de precios objetivo según múltiplos	46
Conclusiones	47
Bibliografía	48

RESUMEN EJECUTIVO

El siguiente informe tiene por objetivo la valoración del Holding de aerolíneas Avianca holdings al 30 de septiembre 2014 utilizando toda la información disponible desde diciembre 2011. La Valoración fue realizada mediante 2 métodos; flujos de caja descontados y de múltiplos comparables. En la primera sección de este informe se realiza una descripción completa de la empresa de sus estados financieros, estructura y sociedades participantes como también un análisis de la industria en que desarrolla sus operaciones. La segunda y tercera parte desarrolla los métodos antes descritos incluyendo cálculos y criterios empleados para la valoración.

Avianca Holdings empresa asociada al área del transporte aéreo, transporte de carga y correo, actividades conexas (Star Alliance) con ingresos superiores a USD MM\$ 4.500 anuales, está compuesta por 27 aerolíneas, que en conjunto operan más de 4.500 aeronaves que permite abarcar 100 destinos en 26 países distintos. Lo anterior posiciona al Holding como una empresa líder a nivel latinoamericano siendo la numero uno en Colombia con más de 8.5 millones de pasajeros al año. Este informe estima proyecciones de crecimiento de para los próximos 5 años y sustenta una proyección de ingresos de operación con base en una expansión de flota e inversión en activos de Avianca para los próximas años.

Metodología

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor para la compañía, pero al ser distintas las metodologías que ofrece la literatura, existen diversos grupos de métodos de valoración, los métodos basados en el balance de la empresa, métodos basados en cuentas de resultado, métodos mixtos, y métodos basados en el descuento de flujo de fondos¹. Los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en determinado momento, y del método utilizado.

Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad. Y veremos más adelante que sus resultados difieren, dado que cada analista o equipo de research utilizan distintos supuestos.

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de descuento de dividendos, opciones reales, flujos de caja descontados, y múltiplos o comparables².

No concentraremos en adelante en los dos últimos métodos de valoración. El método múltiplos y de flujos de caja descontados, este último es cada vez más utilizado, ya que considera a la empresa como un ente generador flujos, y por ello como un activo financiero.

¹ Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000. 28p.

² Maqueira, Carlos. Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica. Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010. Capítulo 8, pp.249-277.

Modelo de descuento de dividendos

Los dividendos son pagos periódicos a los accionistas y constituyen, en la mayoría de los casos, el único flujo periódico que reciben las acciones.

El valor de la acción es el valor actual de dividendos que esperamos obtener de ella, y se emplea generalmente para la valorización de bancos e instituciones financieras. Para el caso de Perpetuidad, es decir, cuando una empresa de la que se esperan dividendos constantes todos los años, el valor se puede expresar así:

$$\text{Valor de la Acción} = \text{DPA} / K_p$$

Dónde:

DPA= Dividendo por acción

K_p = rentabilidad exigida a las acciones.

La rentabilidad exigida a las acciones, llamada también coste de los recursos propios, es la rentabilidad que esperan obtener los accionistas para sentirse suficientemente remunerados. Si se espera que el dividendo crezca indefinidamente a un ritmo anual constante g , la fórmula anterior se convierte en la siguiente:

$$\text{Valor de la Acción} = \text{DPA}_1 / (K_p - g)$$

Donde DPA_1 son los dividendos por acción del próximo periodo.³

Método de múltiplos

El enfoque de múltiplo o comparables, determina un valor para la empresa, estableciendo relación entre ratios financieros de una compañía de la misma industria, y el valor de la firma, obteniendo así un valor rápido y aproximado de la empresa.

El valor de un activo es comparado con los valores considerados por el mercado como activos similares o comparables. Cabe destacar la gran variación en la valoración de las acciones según el múltiplo que se utilice y las empresas que se tomen como referencia.

Los requisitos para aplicar este método son los siguientes son identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, convertir los valores de mercado en valores estandarizados.

³ Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000. 36p.

Esto lleva a obtener múltiplos, comparar el valor estandarizado o el múltiplo aplicado a los activos comparables, controlando por diferencias que podría afectar el múltiplo de la empresa, y recordar que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características de flujo de caja.

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, a continuación algunos de ellos⁴:

Múltiplos de Ganancias:

- Precio de la acción/Utilidad (PU o PE)
- Valor/EBIT
- Valor/EBITDA
- Valor/Flujo de Caja
-

Los analistas utilizan esta relación para decidir sobre portafolios, específicamente comparan este valor con la tasa de crecimiento esperado, si el valor es bajo entonces las empresas están subvaloradas, si el valor es alto entonces están sobrevaloradas.

Los analistas también utilizan PU para comparar mercados y entonces concluir cuales están subvalorados y cuales sobre valorados. La relación PU está asociada positivamente con la razón de pago de dividendo, positivamente con la tasa de crecimiento, y negativamente con el nivel de riesgo del patrimonio. Una empresa puede tener un PU bajo debido a altas tasas de interés o bien alto nivel de riesgo del patrimonio.

Múltiplos de Valor Libro:

- Precio acción/valor libro de la acción (PV)
- Valor de Mercado/ Valor Libro de Activos
- Valor de Mercado/Costo de Reemplazo (Tobin's Q)

Múltiplos de Ventas:

- Precio de la acción/Ventas por Acción (PV)
- Value/Sales

Múltiplo de Variables de industria Específica:

(Precio /kwh, Precio por tonelada de cobre, valor por m² construido en retail)

⁴ Maqueira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas.

Descripción de la Empresa e Industria

Avianca Holdings tiene su origen con fecha 5 de diciembre de 1919 como Aerolínea bandera de Colombia bajo la razón social de Sociedad Colombo Alemana de Transporte Aéreo representada por Avianca. Que representa a las aerolíneas latinoamericanas integradas en Avianca Holdings S.A. La unión de las aerolíneas que operan permite abarcar 100 destinos en 26 países distintos. Las rutas anteriores permiten posicionar al Holding como empresa líder a nivel latinoamericano siendo la número uno en Colombia con una cifra de 8.522.271 pasajeros representando un 57,3% del mercado local según las estadísticas de la Aeronáutica civil colombiana con presencia en países como Colombia, Ecuador, El Salvador, Costa Rica, Perú, Honduras entre otros.

Dentro de los servicios que presenta el Holding se destaca la línea de negocio formada por Tampa Cargo S.A. que opera con dos modalidades, como aerolínea carguera exclusiva, además como transporte de carga en aviones combinados con pasajeros.

Se entrega además servicio de mensajería a través de Deprisa y Avianca Cargo, quien presta servicios de mensajería exprés dando un servicio de calidad al trasladar de forma oportuna como rápida los pedidos solicitados por los clientes. Esta línea representa el 11% de los ingresos consolidados.

Las actividades conexas está encabezada por la filial LifeMiles Corp, compañía de origen panameña que presta servicios de administración del Programa de Viajero Frecuente, fidelizando a los clientes además de dar un trato más personalizado a través de la membresía con Star Alliance, se ofrece conectividad a más de 1.200 destinos en 195 países de los cinco continentes. Actualmente el programa de lealtad Lifemiles cuenta con más de 5.4 millones de socios, que día a día disfrutan de los múltiples beneficios y ventajas exclusivas que ofrece este esquema de fidelidad siendo todo un éxito.

Entre otros servicios entregados por la empresa, Avianca Services es la unidad de negocio donde se comercializan los servicios de mantenimiento y de atención aeroportuaria a otros transportadores.

Por último Avianca Tours se dedica a la organización de los mejores paquetes turísticos como la venta de ellos. Para el holding esta línea representa cerca del 3% de los ingresos consolidados.

AVIANCA EN CIFRAS

A septiembre 2014



FLOTA
123 Airbus
12 Embraer
18 ATR
9 CESSNA208
1 Boeing 767



LifeMiles
MÁS DE
5.75M
DE MIEMBROS

PRINCIPALES NEGOCIOS DEL HOLDINGS

TRANSPORTE AEREO

El transporte aéreo está formado principalmente por aerolíneas subsidiarias con una flota de más de 150 aeronaves que atienden más de 100 destinos en 25 países dando una experiencia distinta al cliente diferenciando de las demás motivo por la cual es la empresa líder de Colombia.

El transporte de pasajeros representa para el holding alrededor de 86% de los ingresos consolidados de la compañía Avianca Holdings S.A.



TRANSPORTE DE CARGA Y CORREO

Esta línea de negocio está formada principalmente por Tampa Cargo S.A. que opera con dos modalidades, como aerolínea carguera exclusiva, además como transporte de carga en aviones combinados con pasajeros.

Otro negocio que se posee es el de servicio de mensajería a través de Depris y Avianca Cargo, quien presta servicios de mensajería exprés dando un servicio de calidad al trasladar de forma oportuna como rápida los pedidos solicitados por los clientes. Esta línea representa el 11% de los ingresos consolidados.



Actividades conexas

Star Alliance

Desde 2012 Avianca S.A. y TACA International Airlines S.A., actualmente operando bajo la marca única Avianca, ingresaron a Star Alliance, la red global de aerolíneas más grande del mundo, en términos de vuelos diarios, red de rutas, excelencia en el servicio y número de compañías aéreas asociadas. La alianza reúne a 27 aerolíneas de renombre internacional, que en conjunto operan más de 4.500 aeronaves, con las cuales sirven más de 18.000 vuelos diarios a 1.321 aeropuertos en 193 países. El 15 de diciembre de 2014, y tras la homologación de sus procesos, se integró también a la alianza la Compañía AeroGal. Para la satisfactoria integración a Star Alliance, se dio cumplimiento a 64 Core Values, entre los que se destacan la homologación de procedimientos, pintura de aeronaves, interline e-ticketing, la estandarización de manuales de proceso de aeropuertos y servicio al cliente. Durante 2014 el compromiso de colaboración con Star Alliance se mantuvo vigente, con lo que Avianca ofreció a sus viajeros la posibilidad de acceder a esta red mundial. Como producto de todo esto, los viajeros frecuentes LifeMiles tienen acceso no solo a toda la red de vuelos de la Alianza y a más de 1.000 salones VIP, sino que pueden además acumular millas para mejorar su estatus Elite, y redimirlas en los mejores programas de lealtad del mundo.



Dentro de las empresas controladoras por el holding podemos observar las siguientes:

- Aerovías del Continente Americano S.A. (Avianca)
- Tampa Cargo S.A constituida en Colombia
- Aerolíneas Galápagos S.A (AeroGal) constituida en Ecuador
- Grupo TACA: TACA Internacional Airlines S.A, constituida en El Salvador.
- Líneas Aéreas Costarricenses S.A. (LACSA) constituida en Costa Rica
- Transamerican Airlines S.A. constituida en Perú
- Servicios Aéreos Nacionales S.A. (SANSA) constituida en Costa Rica
- Aerotaxis La Costeña S.A, constituida en Nicaragua
- Isleña de Inversiones C.A. de C.V. (ISLEÑA) constituida en Honduras.

Actualmente en su conjunto Avianca cuenta con más 19.000 trabajadores quienes dan la experiencia de calidad del servicio de Avianca.

Con las aerolíneas Avianca, especializadas en el transporte de pasajeros y carga, se atiende de forma directa 98 destinos en 26 países de América y Europa a bordo de una moderna flota de 168 aeronaves de corto, mediano y largo alcance.

Las principales inversiones del holding incluyen aerolíneas de pasajeros, carga y actividades conexas relacionadas con los servicios de transporte aéreo, a través de las cuales presta servicios turísticos y servicios de ingeniería, mantenimiento y atención especializada a la operación de otros transportadores. Actualmente se posee ingresos por USD \$ 3.460.699.000 dólares al 30 de Septiembre del 2014 con un Ebitda de \$ USD 170.079.000 dólares.

Composición Accionaria Avianca S.A

Doce mayores accionistas:

A continuación se presenta detalle de la propiedad de las acciones de Avianca Holdings S.A liderada principalmente por el grupo Synergy Aerospace Corp, con un total del 52,03% del total de participación.

Composición Accionaria Avianca S.A Septiembre 30,2014					
12 Principales Accionistas					
N°	Accionistas	Acciones ordinarias	Acciones Preferenciales	Total Acciones	Total % Participacion
1	Synergy Aerospace Corp	521.000.000		521.000.000	52,03
2	Avianca Holdings S.A ADR program		166.395.752	166.395.752	16,62
3	Kingsland Holdings Limited	144.800.003		144.800.003	14,46
4	Norges Bank		16.861.215	16.861.215	1,68
5	Fondo de pensiones obligatorias porvenir moderado		10.394.096	10.394.096	1,04
6	Fondo de pensiones obligatorias colfondos moderado		7.053.209	7.053.209	0,70
7	Fdo de pensiones obligatorias proteccion moderado		5.078.143	5.078.143	0,51
8	Fondo bursatil Ishares colcap		4.793.313	4.793.313	0,48
9	Fidubogota-Pa plan incenti Avianca Taca Holding		4.320.632	4.320.632	0,43
10	Global x/interbolsa ftse Colombia 20 etf		2.411.276	2.411.276	0,24
11	Pr-fondo 3		2.400.000	2.400.000	0,24
12	Inversiones Megeve dos s.a.s		2.335.737	2.335.737	0,23

*Tabla 1.1, Información recibida del depósito centralizado de valores de Colombia Deceval S.A, entidad responsable del libro electrónico de registro de acciones preferenciales, acciones ordinarias, incluidas las acciones representadas en ADR.

Junta directiva

La Junta Directiva de Avianca Holdings S.A. está compuesta por once (11) miembros principales elegidos por la Asamblea General de Accionistas, los cuales pueden ser reelegidos indefinidamente.

La junta directiva tiene diferentes funciones constituidas a través de comités entre las cuales están los siguientes:

Comité de Auditoría

El Comité de Auditoría está constituido en su mayoría por miembros independientes y su labor consiste en apoyar a la Junta Directiva en la supervisión de la efectividad de los sistemas de control financiero interno, de control interno y de evaluación de riesgos de la Sociedad y de sus relaciones con sus subordinadas, así como para garantizar la integridad de los estados financieros, el cumplimiento de los requisitos legales en materia de las regulaciones del mercado público de valores, la idoneidad e independencia de la Auditoría Externa y para aprobar los procedimientos de auditoría interna y vigilar su cumplimiento.

Reglamento del comité de auditoría

Miembros Comité de Auditoría

- Juan Guillermo Serna
- Monica Aparicio Smith
- Oscar Darío Morales

Comité Financiero

Constituido para hacer seguimiento detallado al desempeño financiero de la sociedad, así como a la gestión del riesgo asociado. Es el encargado de analizar y recomendar a la Junta Directiva la estructura de capital y de endeudamiento.

Miembros Comité Financiero

- Germán Efromovich
- Álvaro Jaramillo
- Juan Guillermo Serna
- Alexander Bialer

Comité de Talento Humano y Compensación

Fue constituido para establecer el modelo, la estrategia de desarrollo, manejo del talento humano y para recomendar la filosofía básica junto a objetivos y metas corporativas con relación a la compensación del personal de la Sociedad.

Miembros Comité de Talento Humano y Compensación

- Ramiro Valencia

- Eduardo Klepacz
- Roberto Kriete
- José Efromovich

Ingresos por zona

Avianca reporta la información por segmentos según lo establecido en la NIIF 8 "Segmentos de operación". La compañía ha determinado que tiene un solo segmento operativo: Transporte Aéreo.

Los ingresos de la compañía por área geográfica para los periodos terminados el 30 de septiembre de 2014.

Resultados por zonas

ZONA GEOGRAFICA	2014-09	2013-12	2012-12	2011-12
<i>America del norte</i>	\$ 527.516	\$ 650.374	\$ 596.783	\$ 574.478
<i>Centro America y el Caribe</i>	\$ 438.761	\$ 619.851	\$ 613.942	\$ 601.549
<i>Colombia</i>	\$ 1.512.169	\$ 1.841.984	\$ 1.765.642	\$ 1.510.916
<i>America del Sur (Excepto Colombia)</i>	\$ 747.964	\$ 1.167.728	\$ 1.075.801	\$ 915.350
<i>Otros</i>	\$ 234.289	\$ 329.667	\$ 217.488	\$ 192.135
Total	\$ 3.460.699	\$ 4.609.604	\$ 4.269.656	\$ 3.794.428

*Resultado expresado en miles de dólares



Se puede observar un ingreso por zona creciente a través de los años con un 10% promedio de crecimiento en los últimos años (2012-2013) superior a lo expuesto por la IATA (Asociación Internacional de Transporte Aéreo) en promedio un 6% en ingresos 2012 (10%), 2013 (2%). Se puede ver un crecimiento estable en proporción a las diferentes zonas destacando Colombia con una ponderación total de los ingresos de un 41%, luego sigue América del Sur con un 24%, luego con un margen similar los siguen América del norte con un 15%, América del Norte con un 14% respectivamente.

Para el año 2014 la representación por zona se mantiene estable con lo que respecta a la distribución por zona Colombia lidera con un 44%, América del Sur con un 22%, América del Norte con un 15%, Centro América con un 13% representando ingresos totales equivalentes a US\$ 3.460.690.000, resultado positivo con un crecimiento del 1,6% respecto al mismo periodo anterior.

Crecimiento señalado en párrafo anterior se debe al desarrollo de Aerolíneas integradas mejoraron su posición en los mercados. Durante 2014, se busca ofrecer más opciones de conexión y cobertura, se incrementó la oferta de sillas en las rutas internacionales de las aerolíneas integradas adicionando así los vuelos Bogotá-Londres y Pereira-Cartagena-Nueva York. También se adelantaron importantes ajustes en la oferta al interior de los mercados en Colombia, Perú y Ecuador, dándole un impulso a la dinámica comercial y turística de cada país y de la región.

Destinos, Red de Rutas y Alianzas A lo largo del año se fortaleció la red conjunta mediante operaciones directas punto a punto y a través de enlaces entre los Centros de Conexiones propios. De esta manera, se logró la ejecución de más de 5.111 vuelos por semana hacia más de 106 destinos en 27 países. La oferta de conexiones a puntos en los cinco continentes se vio reforzada con la red de rutas a cientos de destinos operados mediante acuerdos comerciales (de código compartido e interlínea) con otras aerolíneas de reconocimiento internacional, así como con la red de rutas de las aerolíneas miembro de Star Alliance.

Principal centro de conexiones.

En 2014 se continuó con la consolidación de los tres centros de conexiones de las aerolíneas de pasajeros integradas en: Bogotá, Colombia; San Salvador, El Salvador; y Perú, Lima. Las mejoras en los horarios y en los tiempos de conexión entre rutas de una y otra aerolínea, redundaron en una mejor ocupación y en una optimización de la experiencia de viaje para los usuarios en rutas que incluyen diversos trayectos a lo largo del continente americano y hacia Europa.

Bogotá, Colombia

La operación a través del Centro de Conexiones de Bogotá sumó 3.188 salidas semanales a 23 ciudades en Colombia, 5 en Norteamérica, 7 en Suramérica, 10 en Centroamérica, México y el Caribe y 3 en Europa, conectando así diariamente a cientos de viajeros nacionales e internacionales con diferentes destinos en estas regiones.

San Salvador

El Salvador A través del hub en San Salvador se operó más de 650 salidas semanales desde y hacia 11 destinos en Norteamérica, 6 en Suramérica, 12 en México, Centroamérica y el Caribe.

Lima, Perú

El hub ubicado en la capital de Perú opera 559 salidas semanales a 15 puntos en Sudamérica, 5 en México, Centroamérica y El Caribe, 1 en Norte América y 9 destinos domésticos.

Códigos compartidos y acuerdos interlínea

En 2014 las aerolíneas integradas continuaron ofreciendo servicios en operación de código compartido con diez aerolíneas internacionales, logrando así una cobertura a países dentro de Latinoamérica y más allá del continente. La mayor demanda bajo esta modalidad se da en los enlaces a España, servidos por Iberia; a México, con Aeroméxico; a otros puntos de Sudamérica, con Satena, Sky Airlines y OceanAir (Avianca Brasil); y a Europa, con Lufthansa y Turkish Airlines. A los anteriores acuerdos se sumaron más de 100 convenios de comercialización interlínea vigentes con otras aerolíneas de los cinco continentes y un acuerdo intermodal con la compañía de trenes Renfe en España. Así mismo, se dio cumplimiento a los contratos de reciprocidad de programas de viajero frecuente con 27 aerolíneas de la red de Star Alliance, entre las que figuran United Airlines, Air Canada, Singapore Airlines y Lufthansa, entre otras. A esto se agregan los acuerdos para el intercambio de beneficios con los programas de viajero frecuente de Iberia y Aeroméxico.

Otra línea de negocio: Transporte de Carga Avianca Cargo.

Centra su misión en la movilización de bienes y mercancías, bien sea en aviones cargueros operados por Tampa Cargos S.A.S utilizando la capacidad disponible de los vuelos de pasajeros. Entre los logros de 2014 se destacan:

- Capacidad y Flota: Avianca Cargo registró en 2014 un crecimiento en capacidad de ATKs del 17% respecto a 2013. Esto se debió principalmente a un incremento del 25% en capacidad de la flota carguera, propiciado por una mayor operación en las aeronaves Airbus A330F en comparación con 2013, cuando aún se estaba operando con flota mixta.

- Toneladas por Kilómetro Disponibles en la flota Airbus A330F, Boeing B767-300 y B767-200. Al cierre del año se estaba operando una flota de cuatro A330F y un B767-300. De igual forma, la capacidad para carga en aviones de pasajeros también registró un incremento del 8%, principalmente por la adición de rutas. La flota de A330-200F, especialmente diseñada para el transporte de productos perecederos y con capacidad de hasta 68 toneladas, permite transportar bienes de diversa naturaleza en forma simultánea, gracias a su sistema de control de temperatura por zonas.

- Volúmenes de carga: Los volúmenes de carga transportada por el negocio de carga en RTK registraron un crecimiento del 25%, concentrado principalmente en las rutas desde Bogotá hacia Miami, Medellín-Miami, Lima-Miami, y Miami-Brasil.

RIESGO EMPRESA INDUSTRIA

Administración de riesgos financieros

La Compañía tiene exposición a diferentes riesgos por el uso de instrumentos financieros, particularmente, riesgo crediticio, riesgo de liquidez y riesgo de mercado.

Esta nota presenta información sobre la exposición de la Compañía a cada uno de los riesgos mencionados, sus objetivos, políticas y procesos para la medición, gestión de riesgos y su administración de capital

(a) Marco de la administración de riesgo

Las políticas de administración de riesgo de la Compañía se establecen para identificar y analizar los riesgos que enfrenta la Compañía para fijar límites y controles de riesgo apropiados y para monitorear los riesgos y el cumplimiento de los límites. Los sistemas y políticas de la administración de riesgo se revisan periódicamente para reflejar los cambios en las condiciones del mercado y las actividades de la Compañía. La Compañía, a través de su capacitación y sus normas y procedimientos de administración, pretende desarrollar un entorno de control disciplinado y constructivo en el que todos los empleados entienden sus funciones y obligaciones.

(b) Riesgo crediticio

El riesgo crediticio es el riesgo de pérdida financiera que enfrenta la Compañía si un cliente o una contraparte de un instrumento financiero no cumplen sus obligaciones contractuales y se origina principalmente por sus cuentas por cobrar a clientes e inversiones en títulos. La compañía también está expuesta al riesgo de crédito en sus actividades financieras, incluyendo depósitos con bancos e instituciones financieras y las transacciones de divisas.

La Compañía minimiza el riesgo crediticio de la contraparte en instrumentos derivados al realizar transacciones con contrapartes con las que ha firmado "Acuerdos Maestros de la Asociación Internacional de Permutas (Swaps) y Derivados" (Acuerdos maestros ISDA). Dada su alta calificación crediticia, la administración no espera que ninguna contraparte incumpla con sus obligaciones contractuales.

(c) Cuentas por cobrar, neto

La exposición al riesgo crediticio de la Compañía está influenciada por las características individuales de cada cliente. Los datos demográficos de la base de clientes de la Compañía, incluidos el riesgo inherente de la industria y el país en los que operan los clientes, tienen menos influencia en el riesgo crediticio.

Adicionalmente, la Compañía no está expuesta a concentraciones significativas de riesgo crediticio puesto que la mayoría de las cuentas por cobrar surgen de la venta de tiquetes de avión a personas individuales a través de agencias de viajes en varios países, incluidas las agencias virtuales y otras aerolíneas. Estas cuentas por cobrar son a corto plazo por su naturaleza y generalmente se cancelan poco después de que se realizan las ventas a través de las principales compañías de tarjeta de crédito.

Las cuentas por cobrar relacionadas con carga presentan un mayor riesgo crediticio que las ventas a pasajeros, dada la naturaleza del procesamiento de pago para estas ventas. La Compañía ha continuado con la implementación de algunas medidas para reducir este riesgo crediticio, por ejemplo, reducir los términos de pago y afiliar las agencias de carga a los Sistemas de Liquidación de Cuentas de Carga (CASS, por sus siglas en inglés) de la Asociación Internacional de Transporte Aéreo (IATA, por sus siglas en inglés). El CASS está diseñado para simplificar la facturación y el pago de cuentas entre compañías aéreas y transportistas autorizados. Opera a través de una avanzada solución global de facturación en línea habilitada para la web.

No hay concentraciones significativas de riesgo crediticio a la fecha del Estado Consolidado de Posición Financiera. La máxima exposición al riesgo crediticio está representada por el monto en libros de cada activo financiero.

(d) Riesgo de liquidez

El riesgo de liquidez es el riesgo de que la Compañía no pueda cumplir con sus obligaciones financieras al momento de su vencimiento. El enfoque de la Compañía para administrar el riesgo de liquidez es asegurar, en lo posible, que siempre tendrá suficiente liquidez para cumplir con sus obligaciones cuando vencen, bajo condiciones normales y situaciones de tensión, sin incurrir en pérdidas inaceptables o arriesgar la reputación de la Compañía.

Los siguientes son los vencimientos contractuales de los pasivos financieros no derivados, entre ellos los pagos estimados de intereses. Los montos bajo las columnas de "Años" representan los flujos de efectivo, sin descontar, contractuales de cada pasivo.

(e) Riesgo de mercado

El riesgo de mercado es el riesgo de que los cambios en los precios de mercado, tales como las tasas de cambio, las tasas de interés y los precios de las acciones afecten los ingresos de la Compañía o el valor de los instrumentos financieros que mantiene. El objetivo de la administración para el manejo del riesgo de mercado es administrar y vigilar la exposición al riesgo y mantenerla dentro de los parámetros aceptables optimizando el retorno.

La Compañía participa en contratos de derivados y a la vez incurre en pasivos financieros, con el fin de administrar el riesgo de mercado. El riesgo de mercado asociado con los contratos de

precios de productos básicos y de tasa de interés se administra al establecer y monitorear los parámetros que limitan el tipo y el grado de riesgo de mercado que se pueda tomar.

(f) Riesgo de productos básicos

La Compañía mantiene una estrategia de administración de riesgo relacionada con el precio de los productos básicos que utiliza instrumentos derivados para minimizar las fluctuaciones significativas no previstas en los resultados, causadas por la volatilidad de los precios de los productos básicos. Las operaciones de la Compañía requieren un volumen significativo de compras de combustible jet (jet fuel). Las fluctuaciones de precios en el petróleo, las cuales están directamente relacionadas con las fluctuaciones de precios del combustible jet, hacen que los valores de mercado del combustible jet difieran de su costo y que el precio real de compra de combustible jet difiera del precio anticipado.

Todas esas transacciones se llevan a cabo dentro de los lineamientos establecidos por el Comité de Administración de Riesgo.

La Compañía suscribe contratos de instrumentos financieros derivados donde se utiliza el combustible para calefacción para reducir la exposición a los riesgos de los precios del combustible para jet. Dichos instrumentos derivados se consideran coberturas altamente eficaces, debido a que los cambios en su valor razonable están estrechamente correlacionados con las variaciones en los precios del combustible para jet. La Compañía determina el valor razonable de los contratos con base en las curvas futuras teóricas observadas en el mercado; las pérdidas o ganancias de los instrumentos de cobertura se reconocen directamente en el patrimonio neto, a través de otros resultados integrales (OCI), con base en los procedimientos de Contabilidad de Cobertura.

(g) Riesgo de moneda extranjera

El riesgo de tipo de cambio se origina cuando la Compañía realiza transacciones, mantiene activos y pasivos monetarios en divisas distintas a la moneda funcional de la Compañía.

La moneda funcional utilizada por la Compañía para establecer los precios de sus servicios es el dólar estadounidense. La Compañía vende la mayoría de sus servicios a precios equivalentes al dólar estadounidense y gran parte de sus gastos se denominan en dólares estadounidenses o están indexados a esa moneda, particularmente los costos del combustible, costos de mantenimiento, arrendamientos de aeronaves, pagos de arrendamiento de aeronaves, seguros y componentes y accesorios de aeronaves. Los gastos de remuneración se denominan en monedas locales.

La Compañía mantiene sus tarifas de carga y pasajeros en dólares estadounidenses. A pesar de que las ventas en los mercados nacionales se realizan en monedas locales, los precios están indexados al dólar estadounidense.

La ganancia o pérdida en moneda extranjera se deriva principalmente de la apreciación o depreciación del Peso Colombiano frente al Dólar Estadounidense, que es la moneda funcional de la Compañía y a los cambios en los mecanismos de intercambio de divisas promulgadas por el gobierno Venezolano.

El gobierno Venezolano ha emitido una serie de declaraciones con respecto a diversos tipos de cambio que podrían ser aplicables a las futuras remesas de efectivo. En el primer semestre de 2014, se resolvió que las remesas al exterior serían aprobadas en la tasa de SICAD y que la tasa de CADIVI de US\$1:VEF4.3 fue anulada. Adicionalmente, se introdujo otro nuevo sistema conocido como SICAD II. El proceso de subasta más reciente SICAD II dio lugar a un tipo de cambio de US\$1: VEF 49.90.

La Compañía presenta solicitudes mensuales ante las autoridades venezolanas para que se autorice hacer el envío en dólares estadounidenses de efectivo que las subsidiarias en Venezuela generan en moneda local. La Compañía todavía tiene un saldo significativo de efectivo en circulación en Bolívares, pero sólo se han obtenido aprobaciones para una parte de las cantidades solicitadas para las remesas. Al 31 de diciembre del 2014, el gobierno ha ofrecido a la Compañía una propuesta que incluye los montos que debe abonar por el saldo pendiente del 2013. Sin embargo, los pagos solicitados a raíz de la propuesta de calendario no se han cumplido.

La Compañía tiene instrumentos disponibles para la venta en Venezuela los cuales son bonos que se pagarán en Bolívares a su vencimiento a pesar de que están denominadas en Dólares Estadounidenses. Estos bonos vencerán al tipo de cambio oficial que se mantiene en US\$1:VEF6.3 después de lo cual la Compañía sólo podrá solicitar la conversión de estos fondos en SICAD II.

La Compañía administra su exposición al riesgo cambiario con coberturas de saldos seleccionados mediante coberturas de contratos a futuro de moneda y swaps de divisas cruzadas.

(h) Riesgo de tasa de interés

La Compañía incurre en riesgo de tasa de interés principalmente en obligaciones financieras con bancos y arrendadores de aeronaves. El riesgo de tasas de interés se administra a través de una mezcla de tasas fijas y flotantes sobre préstamos y contratos de arrendamiento, combinados con swaps de tasas de interés.

La Compañía evalúa el riesgo de tasas de interés al monitorear e identificar los cambios en las exposiciones de tasa de interés que puedan afectar negativamente los flujos de efectivo futuros esperados y al evaluar oportunidades de coberturas. La Compañía mantiene sistemas de control de administración de riesgo para monitorear el riesgo de tasa de interés atribuible a las obligaciones de deuda pendientes o previstas.

Análisis Operacional del Negocio e Industria

Tasas de crecimiento real ventas

A partir de los Estados Financieros del holding se calcularon las tasas de crecimiento de los ingresos anuales, entre los años 2011 a septiembre del año 2014 para cada una de las zonas de negocio que Avianca Holdings mantiene. Cabe señalar que a septiembre del año 2014 los ingresos provenientes de la comercialización de tickets de vuelos e ingresos de la unidad de carga por parte de las en las diferentes zonas como América del Norte, Centro América y el Caribe, Colombia, América del Sur (excepto Colombia) y otros contribuyeron a los ingresos de la compañía con un crecimiento a Septiembre del 2014 del 3,28%; 3,09%; 11,64%; -15,26%; 1,15% respectivamente.

	2014	Δ% 2014	sep-13	2013	Δ% 2013	2012	Δ% 2012	2011
America del norte	\$ 527.516	3,28%	\$ 510.759	\$ 650.374	8,98%	\$ 596.783	3,88%	\$ 574.478
Centro America y el Caribe	\$ 438.761	3,09%	\$ 425.596	\$ 619.851	0,96%	\$ 613.942	2,06%	\$ 601.549
Colombia	\$ 1.512.169	11,64%	\$ 1.354.538	\$ 1.841.984	4,32%	\$ 1.765.642	16,86%	\$ 1.510.916
America del Sur (Excepto Colombia)	\$ 747.964	-15,26%	\$ 882.646	\$ 1.167.728	8,54%	\$ 1.075.801	17,53%	\$ 915.350
Otros	\$ 234.289	1,15%	\$ 231.616	\$ 329.667	51,58%	\$ 217.488	13,20%	\$ 192.135
Total	\$ 3.460.699		\$ 3.405.155	\$ 4.609.604	7,96%	\$ 4.269.656	12,52%	\$ 3.794.428

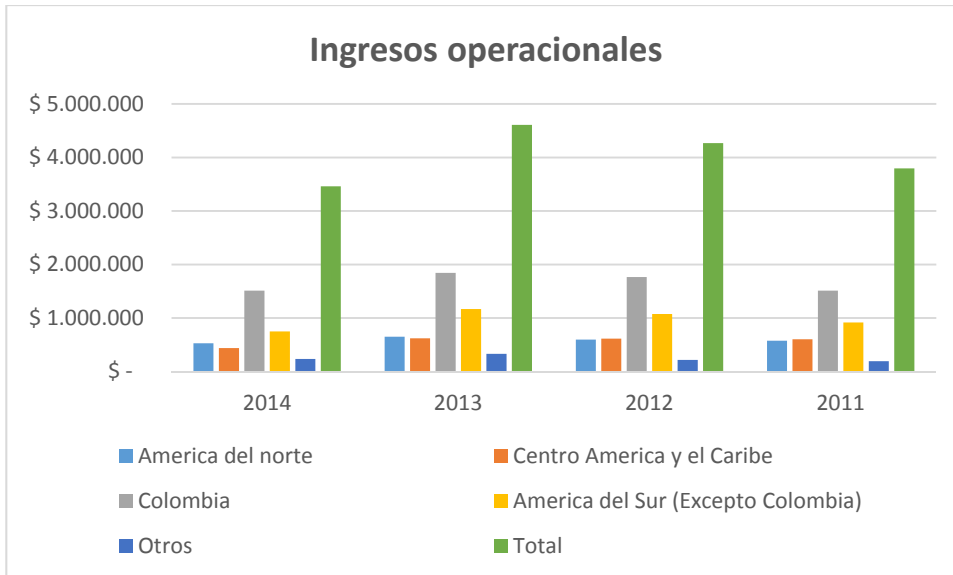
Se puede observar un crecimiento en todas las áreas dando un crecimiento de un 1,6% este bajo crecimiento según lo informado por Avianca Holdings principalmente a dos razones por un lado este bajo crecimiento se sustenta en el aumento de los costos operacionales y la reducción de las tarifas a los usuarios para fortalecer la fidelización de los clientes a través de Life Miles.

Los resultados mencionados en párrafo anterior se pueden justificar debido a la creciente demanda, en especial en Norteamérica donde la demanda aumenta alrededor de un 3,1% según los datos indicados por la IATA

Respecto al negocio de carga presenta un crecimiento en todas las zonas exceptuando Latinoamérica que presenta decrecimiento.

El CASK exfuel (costo promedio por silla por kilómetro volado excluyendo los costos de combustible) de Avianca Holdings S.A. aumentó 0.3 % incluyendo gastos generados por la implementación de la estrategia de crecimiento operacional y cambio de flota. Por su parte, el RASK (*revenue available seat per kilometer* - ingreso por silla por kilómetro volado) registro una disminución de 3.7%.

Se abrieron cuatro nuevas rutas, complementando así la cadena de enlaces de Avianca en América y Europa. Entre ellas se encuentran las rutas Bogotá-Villavicencio al interior de Colombia, Lima-Iquitos al interior de Perú, así como las rutas Bogotá-Londres y Pereira- Cartagena-Nueva York.

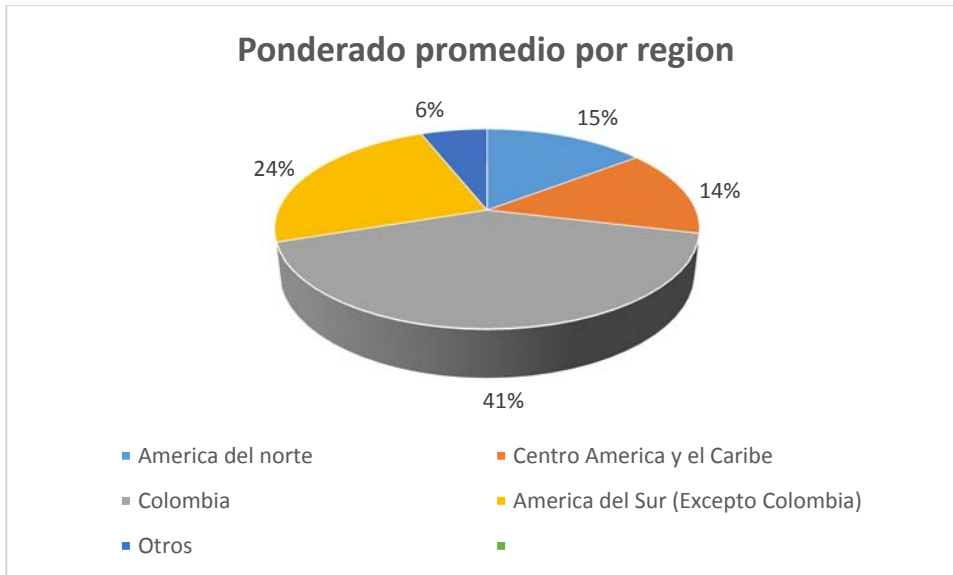


Historia de cada zona geográfica cada año, resultados entregados de los estados financieros de Avianca Holdings.

Ponderación de ventas por región

	2014	2013	2012	2011
America del norte	15%	14%	14%	15%
Centro America y el Caribe	13%	13%	14%	16%
Colombia	44%	40%	41%	40%
America del Sur (Excepto Colombia)	22%	25%	25%	24%
Otros	7%	7%	5%	5%
Total	100%	100%	100%	100%

Se destaca la ponderación de Colombia que justifica casi la mitad de los ingresos del Holding con un 41% promedio, luego con una ponderación menor siguen América del Sur a excepción de Colombia con un 24% promedio, luego siguen América del norte como Centro América y el Caribe con básicamente el mismo peso de un 14%.



*Se realizó cálculo desde el 2011 debido a que no hay registros en los estados financieros del 2010 respecto a las ventas reales por segmento, producto o región.

*Crecimiento del año 2014 se calculó comparando con septiembre 2013 para hacer el análisis con un horizonte de tiempo de un año.

* M\$USD.

Fuentes: estados financieros de Avianca.

Tasas de crecimiento de la industria

Las perspectivas de crecimiento mundial indican un aumento recién en los años 2015 (3.5%) como 2016 (3.7%) según el informe del fondo monetario internacional, ya que para el año 2014 se mantiene el crecimiento del año 2013 con un 3,3%.

Los principales factores que motivan el crecimiento se debe a la caída de los precios del petróleo, junto con la depreciación del euro como yen.

Es motivo positivo la caída de precios del petróleo porque tiene un efecto favorable para los importadores de materias primas y negativo para los exportadores.

América latina, se ha desacelerado más de lo previsto, en forma particular América del Sur donde ha pesado más que la recuperación manifestada por México. Los factores considerables de revisión para el pronóstico mencionado antes en el entorno externo se debe a los precios de importantes materias primas, señala una sensación de que la situación no está favorable lo que ha reducido el gasto (se contrajo) en el sector privado. Sumando a la incertidumbre por las políticas internas ha influido de forma negativa en la confianza de varios países. Por último la desaceleración de China es un riesgo importante para los países exportadores de materias primas.

Detallando los aspectos claves, podemos inferir que afectarían de la siguiente manera a la industria, por una parte los consumidores se beneficiarían de los precios más bajos del petróleo con las tarifas más bajas de las rutas. El desarrollo económico ha generado una reducción en la mitad de los gastos de transporte aéreo en los últimos 20 años. Hay una reducción del combustible la cual cayó un 1,6% interanual, lo que generó el ahorro de 12 millones de toneladas de CO₂ y 3 millones de dólares de los costos de combustible.

System-wide global commercial airlines	EBIT margin, % revenues						Net profit, \$ billion					
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Global	4.9%	3.1%	2.6%	3.5%	5.1%	6.0%	17.3	8.3	6.1	10.6	19.9	25.0
Regions												
North America	5.7%	3.0%	3.4%	5.3%	7.6%	8.4%	4.2	1.7	2.3	7.2	11.9	13.2
Europe	2.4%	0.8%	0.7%	0.7%	1.9%	2.4%	1.9	0.3	0.4	0.5	2.7	4.0
Asia-Pacific	8.0%	6.6%	4.7%	5.7%	6.4%	7.7%	9.2	5.0	2.7	2.3	3.5	5.0
Middle East	3.7%	3.1%	3.0%	0.9%	2.6%	3.0%	0.9	1.0	1.0	0.5	1.1	1.6
Latin America	5.1%	2.0%	1.5%	2.2%	3.5%	4.0%	1.0	0.2	-0.2	0.2	0.7	1.0
Africa	1.7%	0.6%	-0.4%	-0.5%	0.4%	1.4%	0.1	0.0	-0.1	-0.1	0.0	0.2

Source: ICAO revised data 2010-12. IATA estimates for regions in 2011-12. IATA estimate for 2013 and forecast for 2014.

Note: bankruptcy reorganization costs are excluded. Also ICAO made some substantial revisions to historic data in their 2013 Annual Report to the Council.

System-wide global commercial airlines	Passenger traffic (RPK), % change over year						Passenger capacity (ASK) % change over year					
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Global	7.9	6.3	5.1	5.4	5.7	7.0	4.5	6.6	3.8	5.0	5.5	7.3
Regions												
North America	4.5	2.9	1.0	2.6	2.7	3.1	2.3	2.8	0.0	2.3	2.2	3.5
Europe	4.3	8.4	4.6	4.1	5.4	5.5	1.7	8.9	2.6	3.0	4.6	5.8
Asia-Pacific	11.8	6.6	6.1	7.2	7.0	7.7	6.3	7.0	5.3	7.2	7.6	8.5
Middle East	17.6	10.0	14.7	11.9	12.9	13.9	13.3	9.8	12.0	12.5	11.4	15.6
Latin America	12.4	11.3	9.4	6.6	5.5	6.0	6.8	9.3	7.3	4.7	3.7	6.5
Africa	12.3	1.6	7.5	4.8	1.5	5.1	9.3	3.2	6.3	4.2	3.7	5.5

Source: IATA. Domestic and international traffic.

Perspectivas de crecimiento basadas en crecimiento histórico Avianca

	2012	2013	2014	Crecimiento promedio 2014-2018
América del norte	3,88%	8,98%	3,28%	5%
Centro América y el Caribe	2,06%	0,96%	3,09%	2%
Colombia	16,86%	4,32%	11,64%	11%
América del Sur (Excepto Colombia)	17,53%	8,54%	-15,26%	4%
Otros	13,20%	51,58%	1,15%	22%
Total	12,90%	8,98%	1,93%	7,8%

Fuente: Informe financiero Avianca

- Para el año 2014 solo está contemplado hasta Septiembre

Perspectivas de crecimiento basadas en crecimiento de la industria

	2014	2013	2012	2011	2010	Crecimiento Promedio
América del norte	7,6%	5,3%	3,4%	3,0%	5,7%	5,0%
Europa	1,9%	0,7%	0,7%	0,8%	2,4%	1,3%
Asia Pacífico	6,4%	5,7%	4,7%	6,6%	8,0%	6,3%
Medio Oriente	2,6%	0,9%	3,0%	3,1%	3,7%	2,7%
América Latina	3,5%	2,2%	1,5%	2,0%	5,1%	2,9%
África	0,4%	-0,5%	-0,4%	0,6%	1,7%	0,4%
Crecimiento global	5,1%	3,5%	2,6%	3,1%	4,9%	3,8%

La inversión mencionada aumentó los puestos de trabajo en la industria por lo que debiera llegar a 2,45 millones, la productividad hasta un 4,8%. América tiene el mejor margen de beneficio del 5,5% mientras el contraste en el peor escenario se encuentra África con solo un 1,5%. Se estima que el crecimiento anual en la región llegara a ser de un 4,9% durante los próximos 20 años, por otro contraste el promedio mundial de un 4,7% (datos sacados de IATA).

PRINCIPALES REGULADORES DE LA INDUSTRIA

Organización de Aviación Civil Internacional

Se conoce también por sus siglas OACI, pertenece a las Organización de Naciones Unidas, fue creada para estudiar los problemas de la aviación civil internacional y promover los reglamentos y normas únicos en la aeronáutica mundial.

La conferencia se ejerció en Chicago donde se redactaron unos anexos técnicos al convenio. Estos tienen carácter de norma y son las bases mínimas a cumplir para los países dentro del "Convenio de Chicago". Otros se articulan como recomendaciones aceptables en mayor o menor medida por los países. Los anexos de la OACI recogen prácticamente todos los aspectos del transporte aéreo y tratan sobre cuestiones técnicas fundamentales para su normalización y regulación.

Aeronáutica Civil Colombiana

La Aeronáutica Civil tiene como objetivo garantizar el desarrollo ordenado de la aviación civil, de la industria aérea y la utilización segura del espacio aéreo colombiano, facilitando el transporte intermodal y contribuyendo al mejoramiento de la competitividad del país.

Dentro de sus funciones debe dirigir, organizar, coordinar como regular técnicamente el transporte aéreo.

Entre sus principales roles se encuentra:

- Coordinar con el Ministerio de Transporte la definición de políticas y planes generales de aeronáutica civil y transporte aéreo, dentro del plan global del transporte, a favor del desarrollo aeronáutico y aeroportuario del país.
- Garantizar el cumplimiento del Convenio de Aviación Civil Internacional y sus anexos.

- Controlar, supervisar y asistir la operación y navegación aérea que se realice en el espacio aéreo sometido a la soberanía nacional.
- Fijar, recaudar y cobrar las tasas, tarifas y derechos por la prestación de los servicios aeronáuticos y aeroportuarios o los que se generen por las concesiones, autorizaciones, licencias o cualquier otro tipo de ingreso o bien patrimonial.

Análisis Benchmark:

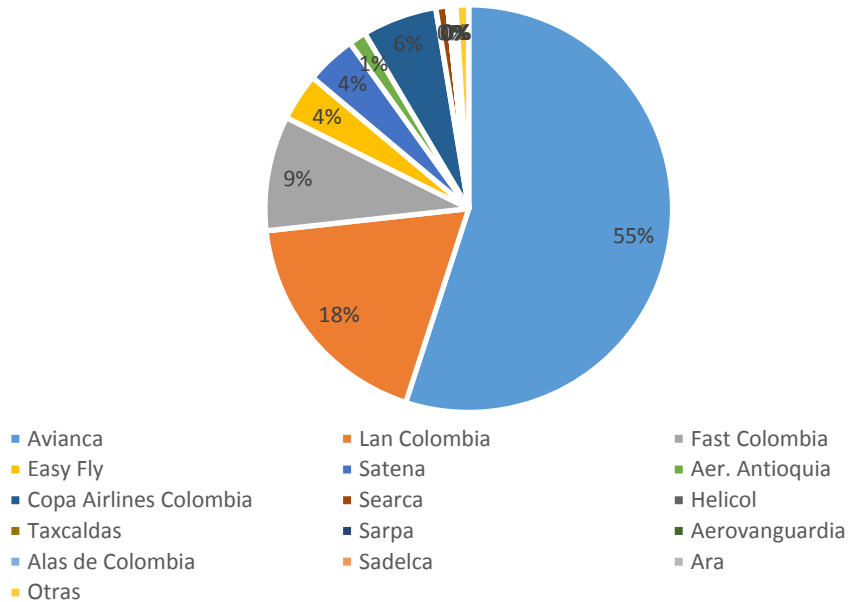
Mercado Nacional:

Como datos Colombia es un país compuesto por una población con 48, 32 millones de personas con un PIB de US\$ 378,4 millones de dólares. Es un mercado donde se mueven 4.261 billones de pesos colombianos aproximadamente (a junio del 2014), integrada por más de 15 aerolíneas que transportan 15.269.522 pasajeros desde Enero a Septiembre del 2014. Según la revisión reflejada por la estadística por la Aeronáutica Civil Colombiana podemos apreciar un alza respecto a los viajes nacionales realizados por pasajeros (mercado doméstico), con un aumento total del mercado Colombiano de un 4,5% donde podemos destacar la participación de Avianca con un 58,3% en el acumulado de septiembre del 2014. Cabe destacar a la misma fecha Avianca aumento sus pasajeros en un 9.09%.

Pasajeros nacionales por empresa								
Operación regular y no regular								
EMPRESA	Comparativo acumulado							
	Enero - Septiembre 2014			% PART	Enero - Septiembre 2013			% Var.
	Regular	No Regular	Total		Regular	No Regular	Total	
TOTAL	14.615.830	653.692	15.269.522	100,00%	13.978.949	598.041	14.576.990	4,75
Avianca	8.522.271	223.985	8.746.256	57,28%	7.798.534	218.604	8.017.138	9,09
Lan Colombia	2.631.001		2.631.001	17,23%	2.662.793		2.662.793	-1,19
Fast Colombia	1.610.348	1.418	1.611.766	10,56%	1.327.053	323	1.327.376	21,42
Easy Fly	563.979		563.979	3,69%	546.440		546.440	3,21
Satena	646.286	1.336	647.622	4,24%	580.411	601	581.012	11,46
Aer. Antioquia	214.283		214.283	1,40%	201.614	63	201.677	6,25
Copa Airlines Colombia	427.662		427.662	2,80%	862.104		862.104	-50,39
Searca		150.615	150.615	0,99%		137.439	137.439	9,59
Helicol		78.043	78.043	0,51%			0	
Taxcaldas		29.672	29.672	0,19%		42.482	42.482	-30,15
Sarpa		35.076	35.076	0,23%		23.276	23.276	50,70
Aerovanguardia		6.990	6.990	0,05%		4.499	4.499	55,37
Alas de Colombia		10.394	10.394	0,07%		10.302	10.302	0,89
Sadelca		6.368	6.368	0,04%		6.931	6.931	-8,12
Ara		10.105	10.105	0,07%		6.512	6.512	55,18
Otras	0	99.690	99.690	0,65%	0	147.009	147.009	-32,19

Fuente: Aeronautica civil de Colombia Unidad Administrativa Especial

Mercado nacional de pasajeros Colombia



* Fuente: Aeronáutica Civil Colombiana

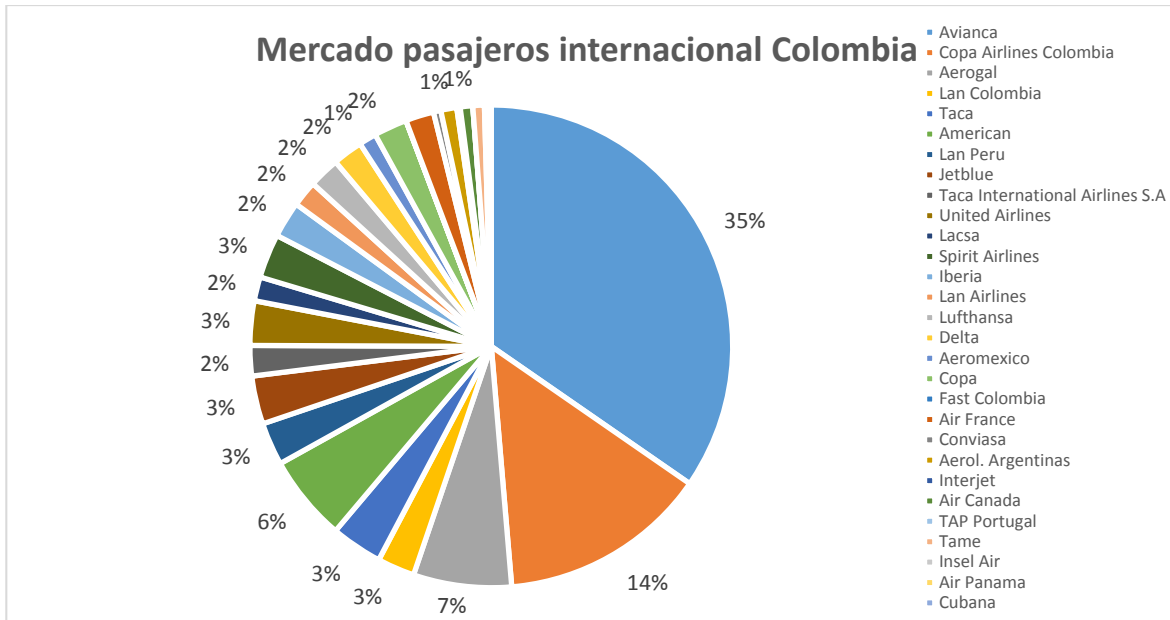
Al observar el porcentaje del mercado nacional colombiano no deja de llamar la atención las 3 aerolíneas controlen el 82% del mercado total, siendo Avianca con un 55% seguida de lejos por LAN Colombia con un 18% por último con un 9% para Fast Colombia. Mientras se puede observar que 10 aerolíneas representan apenas el 2% del mercado doméstico colombiano.

Mercado Internacional:

En el ámbito internacional se puede apreciar un aumento en las operaciones de un 12% en el acumulado de septiembre del 2014 donde se puede destacar a Avianca nuevamente por liderar las operaciones con una participación de un 31,07%. Resultado entregado es importante debido a que el 49,5% de los ingresos del holding se encuentran explicados por esta área.

Pasajeros Internacionales por Empresa													
Operación Regular y no regular													
Aerolínea	Comparativo acumulado												
	Enero - Septiembre 2014						% PART	Enero - Septiembre 2013					% Var.
	Regular		No Regular		Total	Regular		No Regular		Total			
	Salidos	Llegados	Salidos	Llegados		Salidos		Llegados	Salidos		Llegados		
TOTAL	3.664.357	3.548.789	33.187	30.972	7.277.305	100,0%	3.264.934	3.154.863	36.594	37.175	6.493.566	12,07%	
Avianca	1.115.045	1.091.721	28.254	25.759	2.260.779	31,07%	1.099.297	1.090.880	29.343	29.561	2.249.081	0,52%	
Copa Airlines Colombia	567.936	532.191	449	753	1.101.329	15,13%	465.439	440.814	1.726	1.959	909.938	21,03%	
Aerogal	223.589	222.261			445.850	6,13%	217.648	208.934			426.582	4,52%	
Lan Colombia	170.236	165.248	1.066	1.069	337.619	4,64%	81.344	80.728	252	251	162.575	107,67%	
Taca	156.935	151.919	146	148	309.148	4,25%	114.863	108.452	67	68	223.450	38,35%	
American	208.257	202.690			410.947	5,65%	189.297	185.588			374.885	9,62%	
Lan Peru	117.317	111.930			229.247	3,15%	96.765	89.064			185.829	23,36%	
Jetblue	136.586	133.201			269.787	3,71%	106.939	102.758			209.697	28,66%	
Taca International Airlines S.A	102.485	96.119	210	209	199.023	2,73%	67.539	64.048	349	229	132.165	50,59%	
United Airlines	103.465	99.915	0		203.380	2,79%	98.132	94.800			192.932	5,42%	
Lacsa	69.543	67.477	1.923	1.828	140.771	1,93%	49.638	47.049	3.824	3.965	104.476	34,74%	
Spirit Airlines	106.622	104.175			210.797	2,90%	98.713	93.191			191.904	9,85%	
Iberia	85.188	78.375			163.563	2,25%	81.746	75.802			157.548	3,82%	
Lan Airlines	15.038	13.490			28.528	0,39%	59.154	54.513			113.667	-74,90%	
Lufthansa	73.847	67.988			141.835	1,95%	71.608	62.928			134.536	5,43%	
Delta	65.698	61.957			127.655	1,75%	67.450	62.930			130.380	-2,09%	
Aeromexico	55.673	55.857			111.530	1,53%	37.481	37.862	138	135	75.616	47,50%	
Copa	54.170	60.899			115.069	1,58%	70.572	74.525			145.097	-20,70%	
Fast Colombia	11.051	7.627			18.678	0,26%					0	/0	
Air France	62.930	60.054			122.984	1,69%	63.917	59.354			123.271	-0,23%	
Conviasa	32.647	37.284	0	83	70.014	0,96%	15.659	16.224	137	126	32.146	117,80%	
Aerol. Argentinas	31.188	29.928			61.116	0,84%	35.174	33.855			69.029	-11,46%	
Interjet	25.397	24.872	107	107	50.483	0,69%	7.435	7.601			15.036	235,75%	
Air Canada	30.201	27.653			57.854	0,79%	29.340	24.886			54.226	6,69%	
TAP Portugal	7.578	8.531			16.109	0,22%					0	/0	
Tame	24.080	23.308			47.388	0,65%	25.965	24.235			50.200	-5,60%	
Insel Air	7.067	7.128			14.195	0,20%	6.799	6.789			13.588	4,47%	
Air Panama	2.109	2.345			4.454	0,06%					0	/0	
Cubana	2.123	2.331	309	218	4.981	0,07%	3.138	3.748	148	259	7.293	-31,70%	
Otras	356	315	723	798	2.192	0,03%	3.882	3.305	610	622	8.419	-73,96%	

Fuente: Aeronautica civil de Colombia Unidad Administrativa Especial

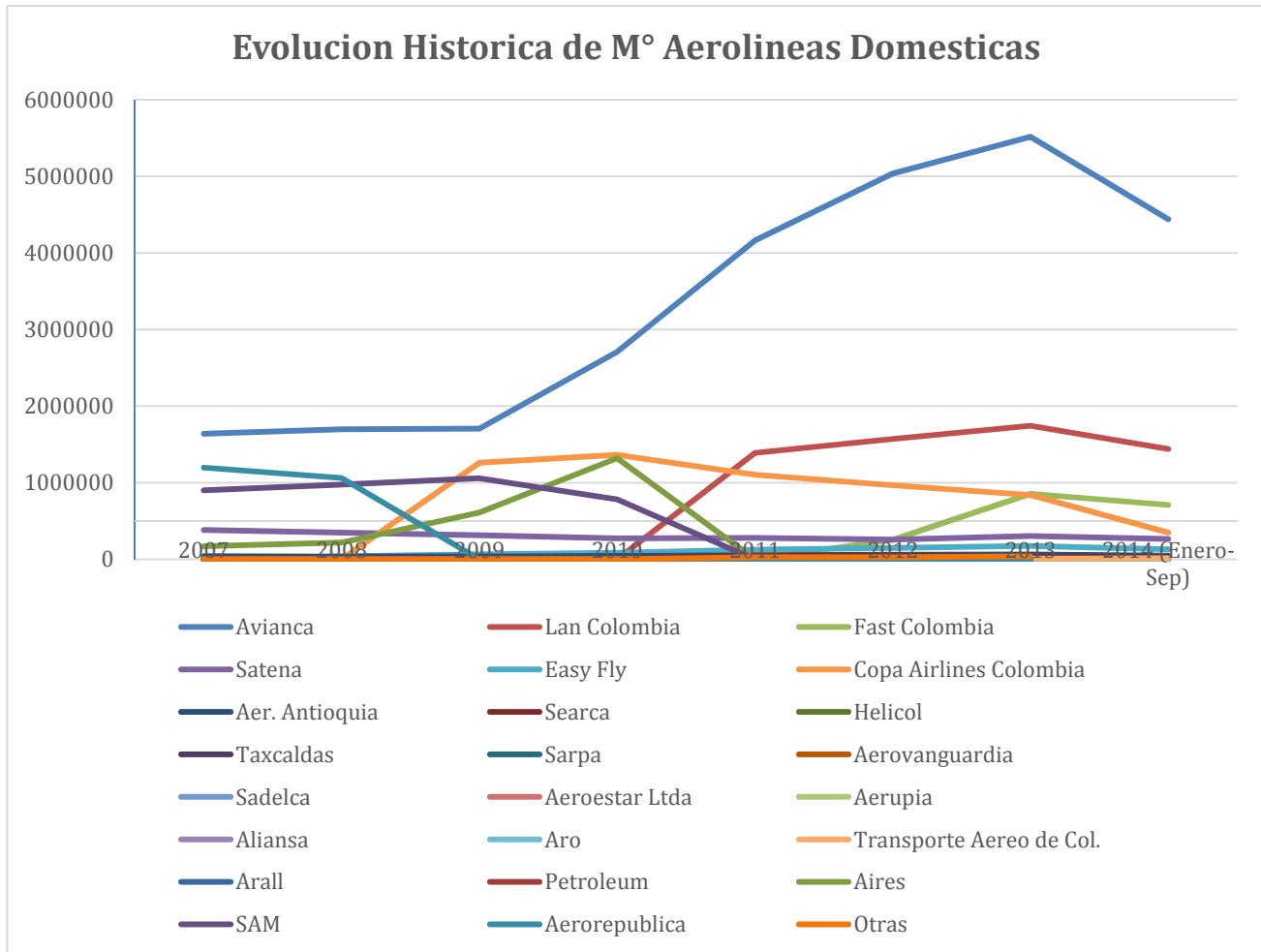


* Fuente: Aeronáutica Civil Colombiana

Para el mercado de pasajeros internacional colombiano el escenario nuevamente se vuelve a repetir, existe una concentración del mercado de mercado en tres empresas básicamente Avianca con un 35%, Copa Airlines Colombia (14%) y Aerogal con un 7%. En su conjunto poseen el 56% más de la mitad del mercado en solo 3 aerolíneas, comparando con la situación anterior en el mercado doméstico de pasajes se puede apreciar más competencia.

De acuerdo a lo revisado anteriormente podemos señalar que las empresas comparables para Avianca dentro del sector Aerolíneas corresponden a Lan Colombia y Copa Airlines Colombia, ya que son las más cercanas y que tratan de asemejarse a Avianca, pero se concluyen que no son suficientes para ocuparlas como comparables dado a su diferencia en tamaño, como ingresos consolidados muy por debajo de la empresa estudiada.

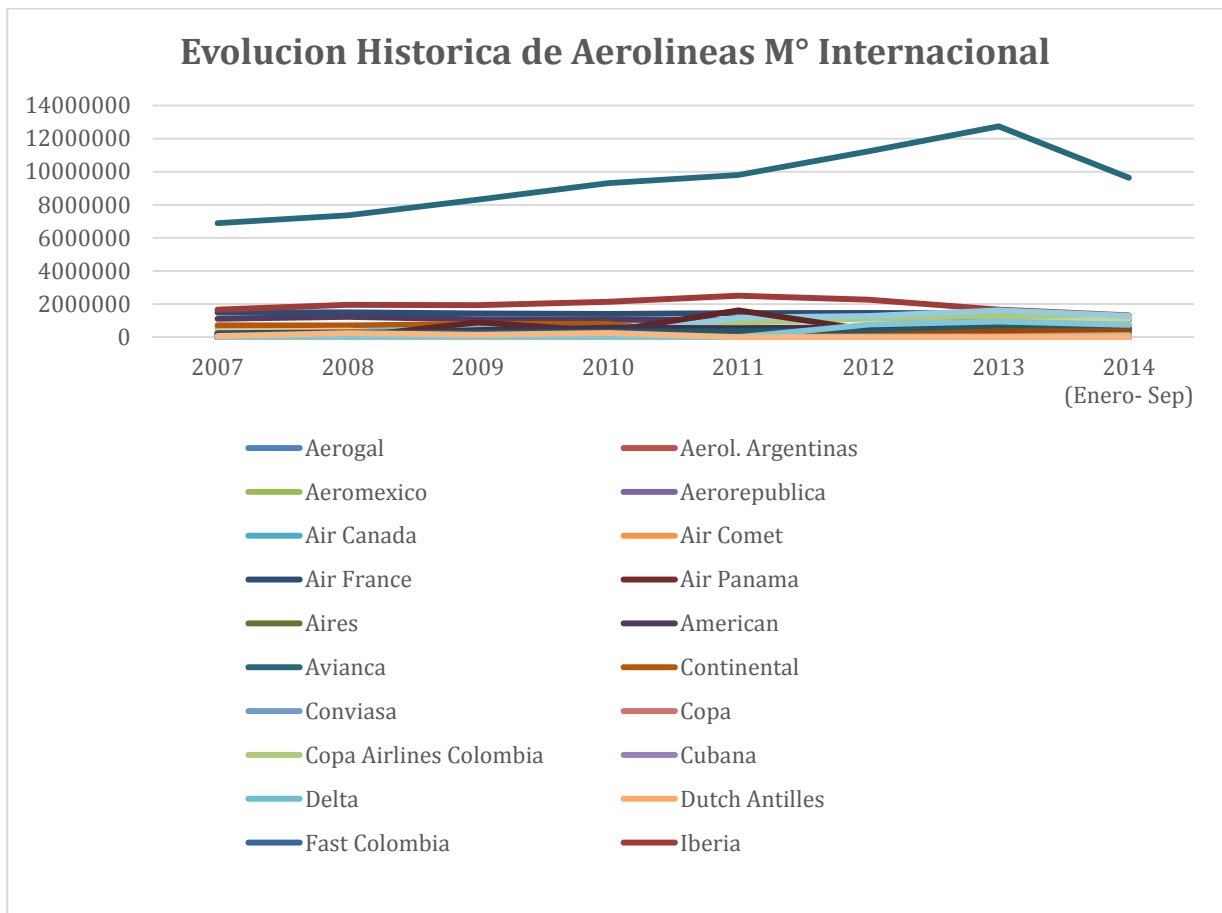
Evolución de participación de mercado aerolíneas



Avianca ha sido el oferente con mayor participación de mercado durante el lapso de tiempo analizado, pasando del 38% el año 2007 al 60% para el mes de Septiembre del año 2014, cabe mencionar que el gran aumento en la participación de Avianca se debe a que en el año 2010 esta se fusiona con SAM, empresa que hasta el año 2009 contaba con una participación de mercado equivalente al 18,88%.

Tenemos también el caso de Aires, que fue adquirida por LAN el año 2010, cuya participación de mercado era del 8,08% el año 2004 para ir incrementando hasta alcanzar un 19,37% en año 2011. Del gráfico se observan también algunas aerolíneas que han ido perdiendo relevancia en el mercado aéreo colombiano, como el caso de Aerorepública y Satena. La primera concentraba el 26,52% del mercado el año 2004 y para el 2011 dicha concentración equivalía solo al 11,18%. Por

otro lado, Satena tenía una participación del 8,88% en 2004, que para el año 2011 correspondía solo al 5,66%.



* Fuente: Aeronáutica Civil Colombiana

Respecto al análisis de la evolución histórica en mercado internacional se puede identificar a Avianca como la líder desde el año 2007 hasta septiembre del 2014

Empresas comparables para Avianca

GOL (Linhas aéreas inteligentes)

Aerolínea brasileña con catorce años en el mercado GOL incentiva el desarrollo del mercado brasileño de aviación, siempre presentando procesos, servicios y productos innovadores y pioneros. Con su modelo de negocios de bajo costo, baja tarifa "*low cost, low fare*" la compañía democratizó los viajes en avión en Brasil y América del Sur. Actualmente se ofrece una extensa y conveniente red de rutas en América del Sur y el Caribe, con casi 900 vuelos diarios para 62 destinos nacionales e internacionales con presencia en 13 países. En combinación con alianzas operativas con empresas aéreas nacionales y extranjeras, la red de líneas de GOL está entre las que mejor sirven a los pasajeros en viajes para Brasil, dentro del país o a partir de él.

Puede ofrecer servicios tan eficientes porque su modelo de negocios se basa en estructuras, sistemas y controles que privilegian la calidad, la alta tecnología, la seguridad y la estandarización de la flota, además de la motivación y la productividad de su equipo. Con foco constante en la reducción de costos, la estrategia de la compañía se basa en el crecimiento rentable, por medio de una estructura de bajo costo y alta calidad en la atención al cliente.

Dentro de sus aeronaves como expansión en el mercado podemos identificar las aeronaves Boeing 737-700 y 737-800 Next Generation utilizadas por GOL están equipadas con winglets, una tecnología que permite mantener aún más bajos los costos operativos. Con una flota de aviones joven y moderna, las operaciones de GOL se diferencian por su reducido costo de mantenimiento y bajo consumo de combustible, lo que proporciona a la empresa altas tasas de utilización y eficiencia.

En consonancia con sus objetivos empresariales, GOL, una vez más, revolucionó la aviación brasileña con la adquisición de VRG Líneas Aéreas, operadora de la marca VARIG, el 28 de marzo de 2007. La adquisición fue uno de los pasos más importantes en la historia de GOL y permitió la expansión de su cobertura en el mercado y capacidad operativa.

Con vista en el futuro, GOL continúa evaluando las oportunidades de expandir sus operaciones, lanzando vuelos en el mercado interno y en otros centros internacionales de alto tráfico, en América del Sur y el Caribe. Los negocios de Gol aparte de ofrecer servicios de aerolíneas para pasajeros, tiene negocios de carga, fidelización de clientes a través de su programa "smile". En su conjunto como resultado posee un EBITDA de \$ 262,3 millones de reales, su último precio en el mercado bursátil es \$ 3.505 reales brasileños, su nemotécnico es GOLL4 y transa en la bolsa de valores de Brasil BOVESPA.

Aeroméxico

Aerolínea que opera la red de rutas más extensa de la república mexicana, uniendo a México con destinos internacionales, bajo un modelo de red de rutas de conexión. Este modelo se refiere a una configuración de la red en la cual una aerolínea consolida tráfico en un aeropuerto y de ahí sirve diferentes destinos, esta concentración permite generar mayor conectividad y operar en destinos que de otra manera no podrían servirse o ser atendidos. La red de destinos de Aeroméxico incluye 80 ciudades en tres continentes, incluyendo 45 destinos en México, 16 en Estados Unidos, 13 en América Latina, tres en Europa, dos en Asia y uno en Canadá. Ofrece mayor frecuencia de vuelos entre los destinos nacionales e internacionales más importantes que cualquier otra compañía aérea mexicana. Se opera a más de 616 vuelos de pasajeros diariamente, volando a 44 destinos nacionales y 35 destinos internacionales desde México, incluyendo 16 en Estados Unidos y Canadá, 8 en Sudamérica, 6 en Centroamérica y el Caribe, 3 en Europa y 2 en Asia. Se posee una participación del 36.1% en el mercado nacional mexicano y del 15.9% en el mercado internacional mexicano según el tráfico de pasajeros. Se transportan 17.2 millones de pasajeros aproximadamente cada año. Los servicios entregados por Aeroméxico aparte de la venta de pasajes aéreos son 5 y se componen por Aeroméxico Cargo encargado del servicio de carga, Techops México, el cual se define como un Centro de mantenimiento, reparación y revisión de aeronaves ubicado en Querétaro que comenzó sus operaciones en 2014, en inversión conjunta con Delta Air Lines. Club premier, es el programa de lealtad, Aeroméxico servicios que corresponde al servicio entregado por tierra, por último Aeroméxico capacitación que cumple con su función de capacitación aeronáutica en su conjunto suman un EBITDA equivalente a \$ 4.200 millones de pesos mexicanos, su nemotécnico Aeromex se transa en la bolsa de valores de México.

Copa Airlines

Aerolínea internacional de origen panameño, con sede principal en la ciudad Panamá. Vuela a 73 destinos en 30 países en Norte, Centro, Sudamérica y El Caribe, además la aerolínea mantiene una alianza estratégica con la compañía estadounidense United Airlines. Su centro de conexiones principal es el Aeropuerto Internacional de Tocumen su fortaleza sumado a ello tiene su filial en Colombia la cual está en crecimiento conocida como Copa Airlines Colombia. Cuenta con un total de 6509 colaboradores solo en Panamá y 2758 en el resto de América, como resultado 9267 colaboradores. Actualmente se encuentra transando en el NYSE con el nemotécnico de CPA, tiene un EBITDA calculado para septiembre del 2014 de 139,1 millones de dólares según lo informado por bloomberg.

LAN

Es un grupo aéreo sudamericano resultante de la asociación entre la chilena LAN Airlines y la brasileña TAM, con unidades de negocios en siete países de la región: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Paraguay y Perú. Luego de un proceso de consolidación y reestructuración importante, en 2014 se cumplieron dos años de la asociación, lográndose una operación integrada, con todas las iniciativas de sinergias completamente implementadas y consolidando a LATAM como el grupo de transporte aéreo de

América Latina, con una capacidad para movilizar sobre 67 millones de pasajeros y transportar más de un millón de toneladas de carga al año.

Una de las principales fortalezas del grupo de aerolíneas que forman LATAM Airlines Group, es la gran red de destinos que ha construido a partir de su posición de liderazgo única en Sudamérica, y que está dada por su presencia en siete mercados domésticos de la región, que representan más del 90% del tráfico regional, y donde LATAM funciona como un operador local, lo que le confiere una ventaja competitiva. Es así como a nivel intra-regional LATAM tiene una participación de mercado cercana al 50%, lo que significa que casi una de cada dos personas que viajan dentro de Sudamérica lo hace con alguna de las aerolíneas que conforman el grupo LATAM. Cabe destacar que en los últimos años esta región es una de las de mayor crecimiento en el mundo en términos de tráfico de pasajeros, con proyecciones de continuar así en las próximas dos décadas, lo cual representa una gran oportunidad para LATAM. Con el actual tamaño obtuvo un resultado EBITDA de 314 millones de dólares. Actualmente transa en 3 bolsas de valores con el nemotécnico de LAN transa en la Bolsa de comercio de Santiago, LFL en la Bolsa de valores de Nueva York por último LATM33 en la bolsa de valores de Sao Paulo.

Descripción del Financiamiento de la Empresa

El financiamiento de Avianca consiste en poder cumplir con sus obligaciones financieras al momento de su vencimiento. Este enfoque de la compañía para administrar el riesgo de liquidez es asegurar, en lo posible, que siempre tendrá suficiente liquidez para cumplir con sus obligaciones cuando vencen, bajo condiciones normales y situaciones de tensión, sin incurrir en pérdidas inaceptables o arriesgar la reputación de la compañía.

Los siguientes son los vencimientos contractuales de los pasivos financieros no derivados, entre ellos los pagos estimados de intereses. Los montos bajo las columnas de “años” representan los flujos de efectivo, sin descontar, contractuales de cada pasivo.

Resumen Deuda	Año 2014*	Año 2013	Año 2012	Año 2011	Año 2010
Préstamos que devengan intereses (corriente)	\$ 338.487	\$ 314.165	\$ 282.145	\$ 247.863	\$ 219.929
Otros Pasivos Financieros (corriente)	\$ 56.619	\$ 27.432	\$ 29.470	\$ 42.929	\$ 50.642
Préstamos que devengan intereses (no corriente)	\$ 2.370.029	\$ 1.951.330	\$ 1.572.299	\$ 1.131.490	\$ 1.262.929
Otros Pasivos Financieros (no corriente)	\$ 13.591	\$ 11.706	-	\$ 17.000	\$ 18.202
DEUDA FINANCIERA	\$ 2.778.726	\$ 2.304.633	\$ 1.883.914	\$ 1.439.282	\$ 1.551.702

Dentro del financiamiento obtenido durante el 2013 la explicación de la deuda corresponde a los siguientes gastos incurridos por la compañía, de la que obtuvo préstamos que ascienden a \$316.926 para financiar la compra de tres aeronaves A330F, un A320, un A319 y dos ATR72. Así mismo, la Compañía obtuvo \$16.600 del Banco de Bogotá para refinanciar el pago único relacionado con la reorganización, pagadero en junio de 2013. La Compañía también obtuvo \$38.000 de Bladex para el pago anticipado de un préstamo con IFC, y para financiar la compra de un simulador de vuelo de ATR72. La Compañía obtuvo además \$14.551 para efectos generales relacionados con capital de trabajo.

Durante el 2014 la Compañía obtuvo financiamiento por un valor de \$846.527 para la compra de dos A330, dos A321, seis A319, tres B787 y once ATR72. Lo anterior incluye la emisión de \$152.850 en notas garantizadas, a través de un vehículo de colocación privada. La compañía también obtuvo \$156.860 para propósitos generales de capital de trabajo.

Composición Accionaria

Acciones Ordinarias

Al cierre de diciembre de 2013, la compañía tenía 665.800.003 acciones ordinarias con derecho a voto en circulación, de las cuales Synergy Aerospace Corp. poseía el 78.25%, mientras que Kingsland Holdings Limited era tenedor del 21.75% restante.

Durante el año 2014 Synergy Aerospace Corp. convirtió 5.000.000 de acciones ordinarias en acciones preferenciales, razón por la cual al cierre del año el total de acciones ordinarias en circulación se ubicó en 660.800.003 (78.09% correspondían a Synergy Aerospace Corp. y el 21.91% restante a Kingsland Holdings Limited).

Acciones Preferenciales

Para finales de 2013, la Compañía Holding tenía en circulación 335.507.917 de acciones sin derecho a voto y con dividendo preferencial, de las cuales el programa de ADR's representaba el 48.57%, mientras que otros accionistas eran tenedores del 51.43% restante. Por su parte durante el año 2014, la compañía tenía en circulación 340.507.917 acciones sin derecho a voto y con dividendo preferencial, de las cuales el programa de ADR's representa el 49.32% de ellas y otros accionistas eran tenedores del 50.68% restante.

Acciones suscritas	Año 2014	Año 2013	Año 2012	Año 2011	Año 2010
Acciones comunes	665.800.003	741.400.000	741.400.000	741.400.000	100.163.490
Acciones preferentes	331.187.285	155.784.429	159.907.920	159.907.920	-
TOTAL ACCIONES	996.987.288	897.184.429	901.307.920	901.307.920	100.163.490

Evolución de precio de la acción.

Accion Avianca	Año 2014	Año 2013	Año 2012	Año 2011	Año 2010
Precio de cierre	\$ 3.505	\$ 3.700	\$ 4.525	\$ 3.290	
Avianca	* 30 de Septiembre				

Principales accionistas

Unidad de Captura	Código Rangón	DESCRIPCION RANGONES	Columna 01	Columna 02	Columna 03
			TIPO DE IDENTIFICACION (1)	IDENTIFICACION	No. DE ACCIONES POSEIDAS
01	001	Synergy Aerospace Corp	9	066054001	521.000.000
	002	Kingsland Holding Limited	9	066054002	144.800.003
	021	ACCIONES ORDINARIAS READQUIRIDAS			
	090	Otros accionistas con menor participación			
	999	Subtotal Acciones Ordinarias			665.800.003
02	001	AVIANCA HOLDINGS S.A. ADR PROGRAM	2	9006700919	166.395.752
	002	NORGES BANK	2	9004318031	16.861.215
	003	FONDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS PORVENIR MODERADO	2	8002248088	10.394.096
	004	FONDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS COLFONDOS MODERADO	2	8002279406	7.053.209
	005	FDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS PROTECCION MODERADO	2	8002297390	5.078.143
	006	FONDO BURSATIL ISHARES COLCAP	2	9004402831	4.793.313
	007	FIDUBOGOTA - PA PLAN INCENTI AVIANCA TACA HOLDING	2	8300558977	4.320.632
	008	GLOBAL XWINTERBOLSA FTSE COLOMBIA 20 ETF	2	9002629399	2.411.276
	009	PR-FONDO 3	2	9006319006	2.400.000
	010	INVERSIONES MEGEVE DOS S.A.S.	2	9002043101	2.335.737
	011	FONDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS PROTECCION MAYOR R	2	9003798964	2.305.241
	012	FONDO DE CEBANTAS PORVENIR	2	8001700437	2.273.825
	013	FONDO DE CEBANTAS PROTECCION+ LARGO PLAZO	2	8001704945	2.202.128
	014	VANGUARD TOTAL INTERNATIONAL STOCK INDEX FUND	2	9003519541	2.034.528
	015	FONDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS PROTECCION RETIRO	2	9003799210	1.910.240
	016	THE EMERGING MARKETS SMALL CAP SERIES OF THE DFA I	2	9005404075	1.847.698
	017	JARA ALBARRACIN MANUEL GUILLERMO	1	19354408	1.843.929
	018	RAVENBIRD S.A.S.	2	9003193129	1.358.480
	019	GLOBAL SEGUROS DE VIDA S.A.	2	8600021821	1.174.000
	020	DESTINAR FONDO MUTUO DE AHORRO E INVERSION	2	8000170433	1.152.879
	021	ACCIONES PREFERENCIALES READQUIRIDAS			-
	090	Otros accionistas con menor participación			95.361.596
	999	Subtotal Acciones Preferenciales Sin Derecho a Voto			335.507.917
03	001				
	002				
	003				
	020				
	021	ACCIONES PRIVILEGIADAS READQUIRIDAS			
	090	Otros accionistas con menor participación			
	999	Subtotal Acciones Privilegiadas			-
04	999	Total Acciones en Circulación			1.001.307.920
05	999	Total Acciones Readquiridas			-

Emisión de bonos internacionales

El 8 de abril de 2014, la Compañía completó una emisión de bonos a través de una colocación privada bajo la Regla 144A y la Regulación S bajo la Ley de Valores de EE.UU. de 1933 (modificada). La Compañía ofreció \$250.000 en monto de capital agregado de los bonos del 8,375% de la Compañía pagaderos en el 2020. Estos Nuevos Bonos son bonos adicionales emitidos de acuerdo con el contrato, con fecha del 10 de mayo de 2013, y de acuerdo con el cual la Compañía inicialmente emitió \$300.000 en monto de capital agregado de los bonos del 8,375% de la Compañía pagaderos en el 2020. Por lo tanto, luego de esta reapertura, el monto de capital agregado de los bonos del 8,375% de la Compañía pagaderos en el 2020 es \$550.000. Los Nuevos Bonos tendrán términos y condiciones idénticos a los de los Bonos Iniciales, distintos a la fecha y el precio de emisión, y serán parte de la misma serie que votarán conjuntamente como una misma clase con los Bonos Iniciales.

El Interés de los Bonos es pagadero el 10 de mayo y el 10 de noviembre de cada año, comenzando, en el caso de los Nuevos Bonos, el 10 de mayo de 2014. Los bonos vencerán el 10 de mayo de 2020. Los bonos pueden ser redimidos en cualquier momento después del 10 de mayo de 2017 a los precios de redención más intereses no pagados, de la manera descrita en el prospecto. Además, con anterioridad al 10 de mayo de 2016, la Compañía puede redimir hasta el 35% de los bonos del producto de ciertas ofertas de acciones. Además, en cualquier momento antes del 10 de mayo de 2017, la Compañía podrá redimir parte o la totalidad de los bonos por un precio igual al 100% del monto de capital más una prima de aseguramiento, más los intereses devengados y no pagados, si los hubiere, de los Bonos, hasta, pero sin incluir la fecha de canje. Un canje parcial no podrá dar como resultado que, después de dicho canje, quede un monto restante de capital agregado pendiente de los Bonos de \$100.000.

Los Bonos serán garantizados total e incondicionalmente a través de tres de las subsidiarias de la Compañía: Taca International Airlines S.A., Líneas Aéreas Costarricenses S.A. y Trans American Airlines S.A. Las obligaciones de Avianca Leasing LLC, en calidad de co-emisor de los Bonos Iniciales, son garantizadas incondicionalmente por nuestra subsidiaria Aerovías del Continente Americano – Avianca S.A., por un monto equivalente a US\$200.000. Después de la emisión de los Nuevos Bonos, las obligaciones de Avianca Leasing, LLC como co-emisor de los Bonos será garantizada incondicionalmente por Avianca, por un monto equivalente a \$375.000. Los bonos y las garantías son obligaciones no aseguradas de los co-emisores y de los garantes respectivamente, y están clasificadas por igual en derecho de pago con todas sus otras obligaciones no aseguradas presentes y futuras que no estén expresamente subordinadas en derecho de pago a los bonos y los garantes, según sea el caso (distintas a las obligaciones preferidas por ley, tales como las obligaciones tributarias y laborales).

Detalle de los bonos

El 25 de agosto de 2009 se completó una emisión de bonos en la Bolsa de Valores de Colombia, la cual está garantizada por las ventas de tiquetes efectuadas en Colombia con las tarjetas de crédito Credibanco y Visa.

El siguiente es un resumen de las condiciones específicas de la emisión de bonos de 2009 en Colombia: Representante de los tenedores: Helm Trust, S.A.

Monto de la emisión:

\$500.000 millones de pesos colombianos

Agente administrador:

Fiduciaria Bogotá, S.A.

Series:

Serie A: emisión autorizada de \$100.000 millones de pesos colombianos

Serie B: emisión autorizada de \$200.000 millones de pesos colombianos

Serie C: emisión autorizada de \$300.000 millones de pesos colombianos

Cupón:

Serie A: indexada al índice de precios al consumidor colombiano

Serie B: indexada al índice de precios al consumidor colombiano

Serie C: indexada al índice de precios al consumidor colombiano

Los intereses serán cancelados a trimestre vencido.

Plazo:

Serie A: 5 años

Serie B: 7 años

Serie C: 10 años

Devolución del capital:

Serie A: Al final del 5° año

Serie B: 50% en el año 6 y el 50% después del año 7

Serie C: 33% después del año 8, 33% después del año 9 y 34% después del año 10

Emisores:	Avianca Leasing, LLC, Grupo Taca Holdings, Limited
Garantes:	Líneas Aéreas Costarricenses, S.A., Trans American Airlines, S.A., y Taca International Airlines, S.A. garantizarán de forma incondicional el total de los bonos emitidos. Aerovías del Continente Americano-Avianca, S.A. garantizará de forma incondicional las obligaciones de Avianca Leasing, LLC de acuerdo con los bonos en un monto igual a \$ 367 millones.
Bonos ofrecidos:	\$550.000 monto capital agregado de 8,375% Bonos pagaderos en el 2020.
Precio de emisión inicial:	98,706%
Fecha de emisión inicial:	10 de mayo de 2013
Intereses	Los bonos devengarán intereses a una tasa fija anual de 8,375%, pagaderos semestralmente por anticipado el 10 de mayo y el 10 de noviembre de cada año, a partir del 10 de noviembre de 2013. Los intereses se devengarán a partir del 10 de mayo de 2013.
Precio de segunda emisión:	104,50%
Fecha de segunda emisión:	8 de abril de 2014
Fecha de vencimiento:	10 de mayo de 2020.

Patrimonio Económico de la empresa

Determinado sobre la base del número de acciones informada en los estados financieros al cierre de cada año y al último día de septiembre del 2014, se estimó que el patrimonio económico de la compañía, se presenta a continuación:

Desglose del Patrimonio económico de la empresa.

Acciones suscritas	Año 2014	Año 2013	Año 2012	Año 2011	Año 2010
Acciones comunes	665.800.003	741.400.000	741.400.000	741.400.000	100.163.490
Acciones preferentes	331.187.285	155.784.429	159.907.920	159.907.920	-
TOTAL ACCIONES	996.987.288	897.184.429	901.307.920	901.307.920	100.163.490
Acción Avianca					
	Año 2014	Año 2013	Año 2012	Año 2011	Año 2010
Precio de cierre	\$ 3.545	\$ 3.700	\$ 4.525	\$ 3.290	
Avianca	* 30 de Septiembre				
Patrimonio Económico					
	Año 2014	Año 2013	Año 2012	Año 2011	Año 2010
Valor Patrimonio	\$ 2.360.261.011	\$ 2.743.180.000	\$ 3.354.835.000	\$ 2.439.206.000	\$ -
En miles de pesos					
https://www.grupoaval.com/portales/jsp/historicoindicadores.jsp					
*Se consideran solamente las acciones comunes sin tener en cuenta las acciones preferentes					

Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa

Se estableció una estructura de capital objetivo de la compañía como un promedio simple entre las cifras registradas para el periodo comprendido desde diciembre del año 2010 a septiembre del año 2014.

RATIOS	2010	2011	2012	2013	2014*	Estructura Capital Objetivo
B/V	0,428	0,371	0,436	0,445	0,497	0,435
P/V	0,572	0,629	0,564	0,555	0,503	0,565
B/P	0,748	0,590	0,773	0,802	0,988	0,780

RATIOS	Minimo	Maximo	Mediana	Desviacion Estandar	Estructura Capital Objetivo
B/V	0,371	0,497	0,436	0,0450	0,435
P/V	0,172	0,242	0,208	0,0328	0,206
B/P	1,533	2,505	2,393	0,4312	2,164

Estimación del Costo Patrimonial de la Empresa

Con el objetivo de estimar el costo de capital de Avianca Holding, se determinó el beta patrimonial de la acción de compañía. Para lo anterior se utilizaron datos obtenidos de Bloomberg para el periodo comprendido desde 15 de mayo de 2011 al viernes 26 de octubre de 2014. A continuación los datos obtenidos:

- Precios de la acción Avianca al cierre del día viernes de cada semana.
- Precios del índice COLCAP al cierre del día viernes de cada semana.

Para la determinación del beta patrimonial de la acción de Avianca, se estimaron los retornos semanales para la acción y para el índice. Luego utilizando los retornos estimados y mediante el modelo de mercado " $R_{it} = \alpha + \beta_i R_{mt} + \epsilon$ ", se estimó el beta de la acción hacia el último viernes del mes de mayo para los años 2011 al 2014, arrojando los siguientes valores:

Descripción	2011	2012	2013	2014
BETA de Avianca	1,0555	0,6464	0,8196	0,7263
P-Value	0,0001	0,03839	0,00492	0,0032
Presencia Bursátil	100%	100%	100%	100%

Costo de Capital de la Empresa

Una vez estimado el beta patrimonial de la acción de CMPC, se trabajó en estimar el costo de capital de la compañía. Para lo anterior, se utilizaron los siguientes supuestos:

- Tasa libre de riesgo de 6,48% según bono colombiano a 10 años con fecha septiembre 2014.
- Premio por riesgo de mercado de 5,9%.
- Tasa de impuesto a las corporaciones de 35%.
- Todas las cifras a septiembre 2014.

Costo de la deuda (k_b)

El costo de la deuda utilizado corresponde a la última YTM registrada a septiembre del año 2014, del bono de más largo plazo mantenido por Avianca que corresponde a una tasa de descuento de 7,44%.

2. Beta de la deuda (β_d)

Dado los supuestos anteriores, el siguiente paso fue estimar el beta de la deuda, para lo cual se trabajó con el costo de la deuda mencionado anteriormente correspondiente a la YTM de 7,44%. Luego utilizando la fórmula de CAPM se determinó el beta de la deuda, arrojando 0,16.

$$k_b = r_f + [E(R_m) - r_f] \beta_d$$

$$7,44 = 6,48 + 5,9\% * \beta_d$$

$$\beta_d = 0,16$$

3. Beta de la acción ($\beta_{pc/d}$)

Una vez obtenido el beta de la deuda registramos el beta de la acción de Avianca, calculado previamente en la sección “Estimación del beta patrimonial de Empresas Avianca.”:

$$\beta_{pc/d} = 0,736$$

4. Beta patrimonial sin deuda ($\beta_{ps/d}$)

Luego de registrar el beta de la acción, necesitamos desapalancar con la estructura de capital de la compañía determinado a septiembre del año 2014 e indicado a continuación:

Razones	Sept 2014*
B/V	0,497
P/V	0,503
B/P	0,988

Entregadas las condiciones $\beta_d > 0$ por lo tanto $k_b > r_f$, lo que resulta que existe deuda riesgosa, que implica que puede caer ante la posibilidad de default o no pago de la deuda por parte de Avianca. Dado el análisis anterior se debe utilizar la fórmula de Rubinstein para estimar el beta patrimonial sin deuda de Avianca (desapalanca). El beta patrimonial sin deuda obtenido fue de 1,122.

$$\beta_F^{s/d} = \frac{\beta_P^{c/d} + (1-t_c)\beta_d \frac{B}{P}}{\left[1 + (1-t_c)\frac{B}{P}\right]}$$

5. Beta patrimonial con deuda ($\beta_{pc/d}$)

Lo anterior nos permitirá apalancar el beta patrimonial sin deuda con la estructura de capital objetivo de la empresa estimada previamente e indicada a continuación:

Razones	Estructura Capital Objetivo
B/V	0,44
P/V	0,56
B/P	0,78

Dado lo anterior el beta patrimonial con deuda, considerando la estructura de capital objetivo de la compañía, fue de 1,6

$$\beta_P^{c/d} = \beta_F^{s/d} \left[1 + (1-T_c) \frac{B}{P}\right] - (1-T_c) \beta_d \frac{B}{P}$$

6. Costo patrimonial (k_p)

Utilizando CAPM y empleando el beta patrimonial con deuda que incluye la estructura de capital objetivo de la compañía, estimamos el costo patrimonial de Avianca Holdings.

$$k_p = r_f + [(R_m) - r_f] / d = 15,92\%$$

7. Costo de capital promedio ponderado (WACC) (k_0)

Con los resultados anteriores se procedió a estimar el costo de capital de la compañía, arrojando un 11,09%.

$$k_0 = k_p PV + (1-T_c) BV = 11,09\%$$

Valoración de la Empresa por Múltiplos

El Método de Valoración por Múltiplos considera que el valor esperado de un activo Puede ser estimado mediante ratios o múltiplos comparables del mercado o empresas Comparables. citando Maqueira quien define este método como “El enfoque de comparables o múltiplos busca realizar una valoración simple escogiendo básicamente “value drivers” generadores de valor , es decir variables que están relacionadas con el valor de la empresa y que permiten establecer una relación entre el valor de la variable y el valor de la firma, esto lleva normalmente a un múltiplo o bien a una relación que puede ser usada para una empresa que pertenece a un determinado sector industrial y así obtener rápidamente un valor aproximado de la empresa⁵.

Los múltiplos que se utilizarán en el proceso de valoración son los siguientes:

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	DEFINICIÓN
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	Market Price per share/Earnings per share
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	(Market Value of Equity + Market Value of Debt – Cash)/EBITDA*
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	(Market Value of Equity + Market Value of Debt – Cash)/EBIT**
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	Market Value of Equity/Book Value of Equity
	VALUE TO BOOK RATIO	(Market Value of Equity + Market Value of Debt)/(Book Value of Equity + Book Value of Debt)
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	(Market Value of Equity)/Revenues
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	(Market Value of Equity + Market Value of Debt – Cash)/Revenues

Para la valoración de Avianca se buscaron múltiplos representativos de la industria, se consideraron empresas de similar tamaño, con participación en mercados similares de manera que sus indicadores fundamentales fuese coherentes en términos participación bursátil, unidades de negocio, perspectivas de crecimiento, grados integración y estructuras similares. Las compañías seleccionadas fueron GOL, Aeroméxico, Copa y LAN.

⁵ Maqueira, finanzas corporativas pag 365.

Los múltiplos de industria obtenidos de estas compañías son los siguientes:

MÚLTIPLOS INDUSTRIA

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	2013	2014	Promedio
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	12,7	12,4	12,6
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	11,9	7,5	9,7
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	56,2	17,3	36,7
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	2,9	5,7	4,3
	VALUE TO BOOK RATIO	4,7	11,3	8,0
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	0,9	1,0	1,0
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	1,2	1,0	1,1

Para la construcción de ratios comparativos de la industria se extrajeron datos desde la plataforma Bloomberg para los años 2013 y 2014 con los precios y valores al 30 de septiembre de cada año. Estos valores se expresan de la moneda contable de cada compañía, sin embargo el método de valoración por múltiplos permite obtener indicadores mediante proporciones lo presenta una ventaja al hacer comparables distintos estados financieros.

	GOLL4 BZ Equity	AEROMEX* MM Equity	CPA US Equity	LAN CI Equity	2014
Date	30-09-2014	30-09-2014	30-09-2014	30-09-2014	
BOOK_VAL_PER_SH	0,7	11,5	47,7	8,7	17,2
PX_TO_BOOK_RATIO	17,4	1,8	2,2	1,3	5,7
PX_TO_SALES_RATIO	0,3	0,4	1,7	0,5	0,7
PE_RATIO		13,4	11,5		12,4
CURRENT_EV_TO_T12M_EBITDA	6,8	4,6	7,6	11,1	7,5
CURRENT_EV_TO_T12M_EBIT	14,3	7,4	9,1	38,3	17,3
CURRENT_EV_TO_BOOK_VALUE	37,7	2,4	2,4	2,9	11,3
CURRENT_EV_TO_12M_SALES	0,7	0,5	1,8	1,1	1,0
PX_LAST	11,7	20,2	107,3	6.860,6	
EBIT	152,7	2.646,1	111,1	110,6	
EBITDA	262,3	4.200,2	139,1	314,1	
CURR_ENTP_VAL	7.125,7	19.509,2	5.009,5	8.185.201,5	
SALES_REV_TURN	2.461,7	39.849,5	663,7	3.047,6	

	GOLL4 BZ Equity	AEROMEX* MM Equity	CPA US Equity	LAN CI Equity	2013
Date	30-09-2013	30-09-2013	30-09-2013	30-09-2013	
BOOK_VAL_PER_SH	2,3	10,1	41,0	9,6	15,8
PX_TO_BOOK_RATIO	4,6	1,8	3,4	1,6	2,9
PX_TO_SALES_RATIO	0,4	0,3	2,5	0,5	0,9
PE_RATIO		10,0	15,4		12,7
CURRENT_EV_TO_T12M_EBITDA	22,8	3,8	10,6	10,7	11,9
CURRENT_EV_TO_T12M_EBIT	168,1	5,7	12,8	38,2	56,2
CURRENT_EV_TO_BOOK_VALUE	9,8	2,3	3,5	3,4	4,7
CURRENT_EV_TO_12M_SALES	0,7	0,4	2,5	1,2	1,2
PX_LAST	10,6	18,7	138,7	7.562,3	
EBIT	37,0	2.883,4	147,5	221,1	
EBITDA	190,3	4.334,1	174,1	545,2	
CURR_ENTP_VAL	6.224,5	16.416,0	6.276,0	7.939.377,8	
SALES_REV_TURN	2.230,5	39.228,2	677,3	3.270,0	

Indicadores obtenidos para Avianca:

Indicadores AVH (COP)

ITEM CONTABLE	2014 (a Septiembre)
UTILIDAD POR ACCIÓN (COP)	215,021
EBITDA	126,4
EBIT	70,3
VALOR LIBRO	2.347
EV	7.692
VENTAS POR ACCIÓN	9717,22
Nº DE ACCIONES	996.987.288
PRECIO POR ACCIÓN	3505

Datos múltiplos AVH fuente Bloomberg:

	PFAVH CB Equity
Date	30-09-2014
BOOK_VAL_PER_SH	1,2
PX_TO_BOOK_RATIO	1,5
PX_TO_SALES_RATIO	0,4
PE_RATIO	16,3
CURRENT_EV_TO_T12M_EBITDA	7,8
CURRENT_EV_TO_T12M_EBIT	13,3
CURRENT_EV_TO_BOOK_VALUE	3,3
CURRENT_EV_TO_12M_SALES	0,8
PX_LAST	3.505,0
EBIT	70,3
EBITDA	126,4
CURR_ENTP_VAL	7.669.032,7
SALES_REV_TURN	1.217,5

Luego, con los múltiplos calculados de la industria y los ítems contables de la empresa, se procede a calcular en base a múltiplos comparables el valor de Empresas Avianca S.A. Los valores de la empresa en base a múltiplos de la industria:

Estimación de precios objetivo según múltiplos

PRECIO AVH SEGÚN MÚLTIPLOS	Precio
PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	2.600,73
ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	3.992,957
ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	2.219,475
PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	8.772,848
VALUE TO BOOK RATIO	1.370,694
PRICE TO SALES RATIO (PS)	3.897,65
ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	7.296,29
PRECIO OBJETIVO AVH	4.307,24

Conclusiones

Se tuvo como gran objetivo el estudio de Avianca Holdings su tamaño como empresa multinacional con presencia en 26 países con más de 100 destinos diferentes alrededor del mundo siendo la más destacada a nivel local colombiano considerando la alta competencia generada en la industria de las aerolíneas. Dentro de las consideraciones analizadas se destaca el riesgo considerando la gran gama de oferta 24 aerolíneas solo en el mercado local en Colombia, como también el mercado internacional conformadas por 20 empresas de la competencia, este punto se destaca debido al nivel de apalancamiento de la industria lo cual reafirma el difícil como competitivo sector de aerolíneas.

Dado la descripción anterior, la interrogante ¿es conveniente elegir Avianca como potencial empresa para nuestro portfolio? para ello se estableció dos formas de poder discernir si es conveniente invertir, por una parte se tomó el método de *flujos de caja descontados*, la cual a través de una estimación de la estructura de capital objetivo de la compañía, la estimación del costo patrimonial, un análisis de la industria de Avianca Holdings junto con proyectar los Estados de Resultados busca encontrar la proyección de flujos de caja libre para encontrar el resultado, que en este caso es encontrar el valor de mercado de la empresa. Este método nos permite determinar la capacidad de la empresa para generar valor y traducirlo en flujos, basado en datos reales de la empresa, incorporando las proyecciones de acuerdo a su estrategia de negocios y políticas de inversión, estimando los factores de riesgo y valor del dinero en el tiempo.

Por otra se utilizó el método de múltiplos comparables para estimar un precio objetivo, consideraron ratios de la industria para los años 2013 y 2014 con los precios y valores al 30 de septiembre de cada año para las empresas Gol, Aeroméxico, Copa, LAN. Utilizando Ratios de ganancias, de valor e ingresos, los cuales nos permitió valorizar a AVH incorporando las perspectivas de la industria, la valoración del mercado para empresas similares así como el riesgo del negocio para empresas pensado cuanto es el valor de AVH frente a sus benchmark. Pudiendo observar que AVH bajo el modelo de múltiplos nos entrega un precio de 4.307 el cual es superior al real de mercado para el periodo propuesto y que podemos destacar que se encuentra por una parte impulsado por ratios de valor con respecto a sus comparables, lo que nos indica que AVH podría estar infravalorada versus su valor a diferencia de sus comparables, en este contexto y al igual que el mercado consideramos que dada la estructura actual que presenta AVH no es recomendable para inversión.

Bibliografía

1. [1] Fernández, Pablo. “Valoración de Empresas”, Tercera edición (2005), Gestión 2000. 28p.
2. [1] Maquieira, Carlos. Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica. Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010. Capítulo 8, pp.249-277.
3. Valores de Colombia Deceval S.A, entidad responsable del libro electrónico de registro de acciones preferenciales, acciones ordinarias, incluidas las acciones representadas en ADR.
4. Estados financieros Avianca Holdings 2011-2012-2013-2014(3t)
5. Organización de Aviación Civil Internacional
6. Aeronáutica Civil Colombiana
7. GOL (Linhas aéreas inteligentes)
8. Aeroméxico
9. Copa Airlines
10. IATA
11. LATAM
12. Principios de Administración Financiera, Lawrence J. Gitman
13. Fondo monetario internacional
14. Latin american tax & legal network
15. Investing. Finanzas, forex y bolsa de valores
16. Datosmacro, Datos macroeconómicos