



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

Por Flujo de Caja Descontado

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

Nombre: Cristian Valderrama

Profesor guía: Arturo Rodríguez

Santiago, Noviembre 2015

INDICE

Contenido

Metodología	6
Modelo de descuento de dividendos.....	6
Método de Flujos de Caja Descontados.....	7
Descripción de la Empresa e Industria	10
PRINCIPALES NEGOCIOS DEL HOLDINGS	11
TRANSPORTE AEREO.....	11
TRANSPORTE DE CARGA Y CORREO.....	11
Actividades conexas.....	12
Star Alliance.....	12
Composición Accionaria Avianca S.A.....	13
Doce mayores accionistas:.....	13
Junta directiva.....	13
Comité de Auditoría.....	14
Miembros Comité de Auditoría.....	14
Comité Financiero.....	14
Miembros Comité Financiero	14
Comité de Talento Humano y Compensación.....	14
Miembros Comité de Comité de Talento Humano y Compensación.....	14
Ingresos por zona	14
Resultados por zonas.....	15
Principal centro de conexiones.	16
Bogotá, Colombia.....	16
San Salvador.....	16
Lima, Perú.....	16
Códigos compartidos y acuerdos interlínea.....	17
Otra línea de negocio: Transporte de Carga Avianca Cargo.	17

RIESGO EMPRESA INDUSTRIA.....	18
Administración de riesgos financieros	18
(a) Marco de la administración de riesgo	18
(b) Riesgo crediticio.....	18
(c) <i>Cuentas por cobrar, neto</i>	18
(d) Riesgo de liquidez	19
(e) Riesgo de mercado	19
(f) Riesgo de productos básicos	19
(g) Riesgo de moneda extranjera.....	20
(h) Riesgo de tasa de interés	21
PRINCIPALES REGULADORES DE LA INDUSTRIA.....	21
Organización de Aviación Civil Internacional.....	21
Aeronáutica Civil Colombiana.....	22
Análisis Benchmark:.....	23
Mercado Nacional:.....	23
Mercado Internacional:.....	25
Evolución de participación de mercado aerolíneas	27
Análisis Operacional del Negocio e Industria	29
Tasas de crecimiento real ventas	29
Ponderación de ventas por región.....	30
Tasas de crecimiento de la industria.....	31
Perspectivas de crecimiento basadas en crecimiento histórico Avianca.....	32
Perspectivas de crecimiento basadas en crecimiento de la industria.....	33
Análisis de costos de operación	33
Detalle costos, gastos operacionales	34
Análisis de cuentas no operacionales	36
Análisis de los activos	39
Activos Operacionales.....	39
Activos No operacionales.....	39
Proyección de EERR.....	41
Proyección de ingresos de operación.....	41

Estados de Resultados reales proyectados 2011-2018.....	43
PROYECCION DE COSTOS DE OPERACIÓN Y NO OPERACIONALES.....	44
Proyección de Flujos de Caja Libre	46
Ajustes al flujo de caja proyectado	46
Inversión en reposición.....	46
Inversión en capital físico (CAPEX).....	47
3. Inversión en capital de trabajo.....	48
4. Activos prescindibles	49
5. Estimación del valor terminal de la empresa.....	49
VALORACIÓN ECONÓMICA DE LA EMPRESA Y DE SU PRECIO DE ACCIÓN.....	50
Flujo de caja proyectado	50
Valor económico del patrimonio	50
Conclusiones	51
Bibliografía	52

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 número 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 próximos años.

Este informe estima como resultado el valor presente de Avianca en MM\$ 1.519. Dólares con un precio objetivo calculado por el método de flujo de caja descontado de \$ 2.853 pesos colombianos por acción calculando los siguientes valores para su estimación

Impuestos⁽¹⁾	35%
Bono colombiano 10 años⁽²⁾	6,48%
PRM⁽³⁾	5,90%
Kb	7,44%
BETA (B)	0,16
BETA c/d de la accion	0,736
BETA s/d (rubinstein)	1,122
Ko (WACC)	9,50%
Kp (CAPM)	13,10%
Beta patrimonial c/d	1,6

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.

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:

Valor de la Acción = DPA / K_p

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

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

Dónde:

DPA= Dividendo por acción

Kp= 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:

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

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

Método de Flujos de Caja Descatados

El caso del método de Flujo de Caja Descatado, en adelante FCD, está dentro de las metodologías más científicas y teóricamente precisas para realizar una valoración, porque está relacionada con la utilidad y el crecimiento del negocio que está siendo evaluado.

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, ésta corresponde al punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por Opciones, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de porqué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el Flujo de Caja Descatado. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías.⁴

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

⁴ Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002), 382p.

En un FCD, los flujos de caja libre son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado (período explícito de proyección) y luego descontados para reflejar su valor presente. Además de estos flujos de caja, éste valor debe ser determinado para flujos de caja generados más allá del horizonte de proyección, comúnmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad” (período implícito de proyección). Entonces, un FCD será altamente sensible a la tasa de descuento.

A pesar de la rigurosidad de los fundamentos teóricos, los parámetros de valoración incluidos a través de una metodología de FCD son principalmente proyecciones de largo plazo, las cuales intentan modelar los números de una compañía, los factores específicos de una industria y las tendencias macroeconómicas que ejerzan ciertos grados de variabilidad en los resultados de una compañía.

El componente del valor terminal en un FCD generalmente representa la mayor parte del valor implícito final y es extremadamente sensible a los efectos acumulativos de los supuestos operacionales que subyacen a las proyecciones. En consecuencia, las proyecciones de largo plazo y la elección del valor de un múltiplo final de salida y/o la tasa de crecimiento perpetuo, ocupan un rol fundamental en determinar el valor de la compañía bajo análisis.

En la valoración basada en descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el descuento mínimo exigido lo marcan los interesados, ya sea compradores o vendedores no dispuestos a invertir o vender por menos de una determinada rentabilidad, etc.

En general, cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de una valoración por el método de FCD, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula frecuentemente como un promedio ponderado entre el costo de la deuda (k_b) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia costo patrimonial (k_p). Así, al calcular el costo de capital de esta manera, se le da el nombre de “WACC” (costo de capital promedio ponderado en sus siglas en inglés). El WACC es la tasa a la que se deben descontar los Flujos de Caja Libre Totales para obtener el valor total de una empresa (en su parte operativa), que tenga deuda financiera, y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda, se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa.

Para valorar la empresa (en su parte operativa) de la forma descrita, se requiere que la empresa tenga una estructura de capital objetivo de largo plazo, si no se cumple esta condición no podría valorarse así (se debería hacer por valor presente ajustado).

Al aplicar FCD para valorar la empresa (en su parte operativa), la determinación del valor completo de la empresa, implicaría adicionar los activos prescindibles (activos que no son necesarios para la operación de la empresa) y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo que la empresa pudiera tener al momento de la valoración. Por último, la valoración del patrimonio, simplemente se hace restando al valor completo de la empresa, el valor presente de la deuda financiera al momento de la valoración.

En el caso que la empresa no tenga deuda, es decir, sea financiada 100% con patrimonio, la valoración de la empresa en su parte operativa, se realiza descontando los flujos de caja totales (los mismos anteriormente descritos), a una tasa de costo de capital sin deuda, también referida como tasa de rentabilidad a exigir al negocio (dado su nivel de riesgo). Para obtener el valor completo de la empresa, se hacen los ajustes ya mencionados, de adicionar el valor de los activos prescindibles y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo, al momento de la valoración. Por supuesto, este valor completo de la empresa coincidiría con el valor del patrimonio.

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



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 redimirlos 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.

Composicion 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

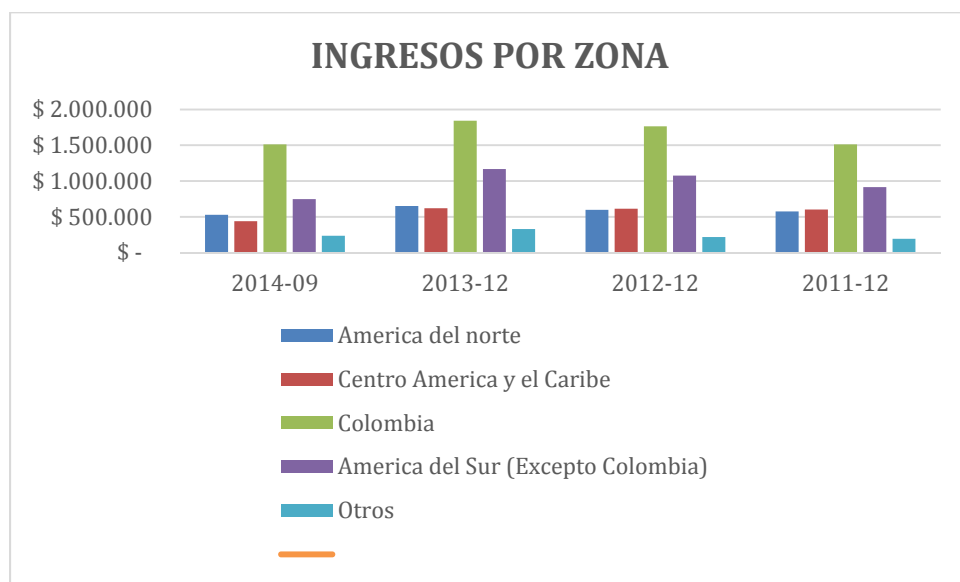
Avianca reporta la información por segmentos según lo establecido en la NIIF 8 "Segmentos de operación". La compañía ha determinado que tiene un solo segmento operativo: Transporte Aéreo.

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 U\$ 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 afiliarse a 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.

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:

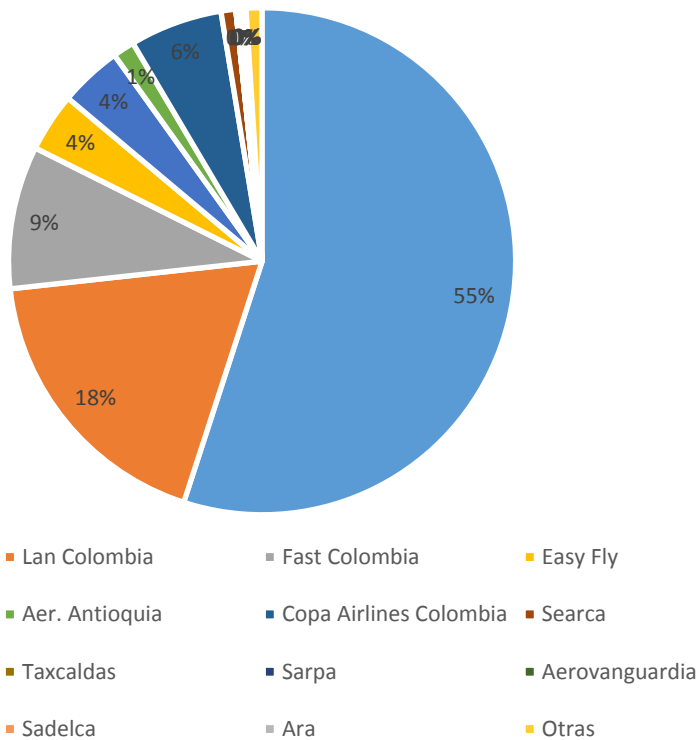
Mercado Nacional:

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

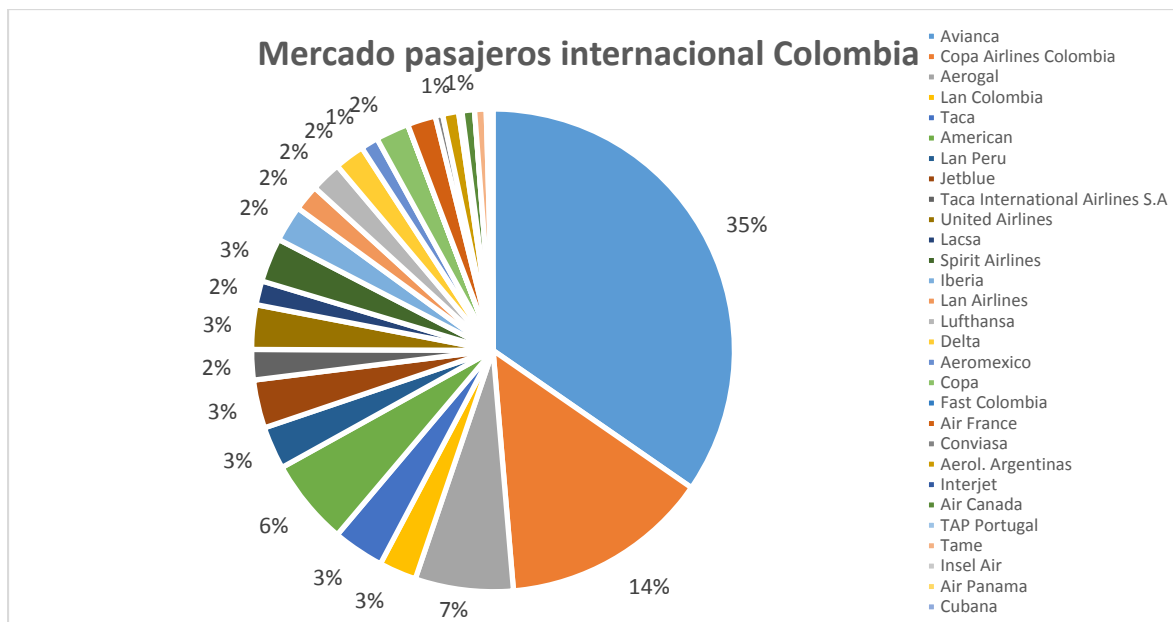
Al observar el porcentaje del mercado nacional colombiano no deja de llamar la atención las 3 aerolíneas controlen el 82% del mercado total, siendo Avianca con un 55% seguida de lejos por LAN Colombia con un 18% por último con un 9% para Fast Colombia. Mientras se puede observar que 10 aerolíneas representan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

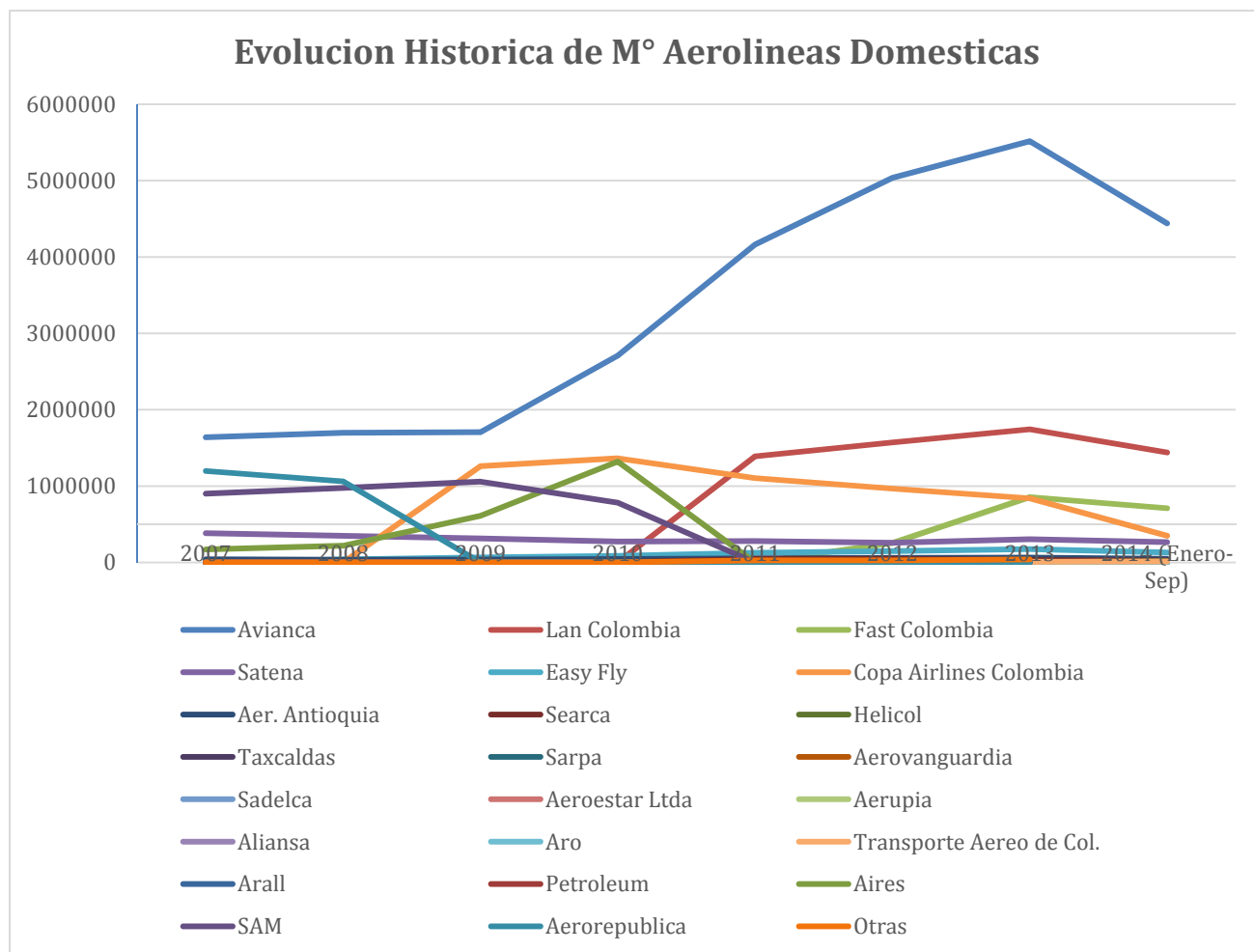


* Fuente: Aeronáutica Civil Colombiana

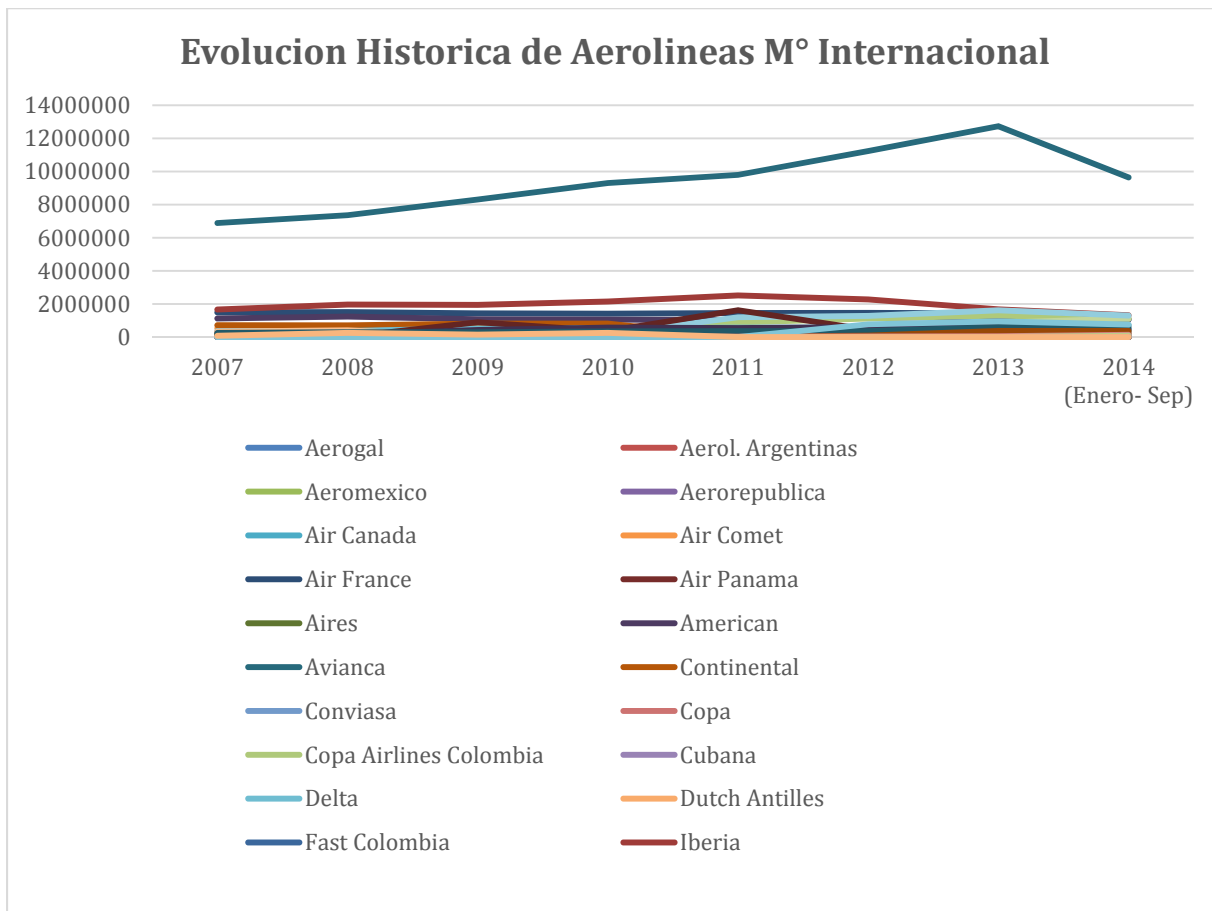
Para el mercado de pasajeros internacional colombiano el escenario nuevamente se vuelve a repetir, existe una concentración del mercado de mercado en tres empresas básicamente Avianca con un 35%, Copa Airlines Colombia (14%) y Aerogal con un 7%. En su conjunto poseen el 56% más de la mitad del mercado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

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
América del norte	\$ 527.516	3,28%	\$ 510.759	\$ 650.374	8,98%	\$ 596.783	3,88%	\$ 574.478
Centro América 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
América 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

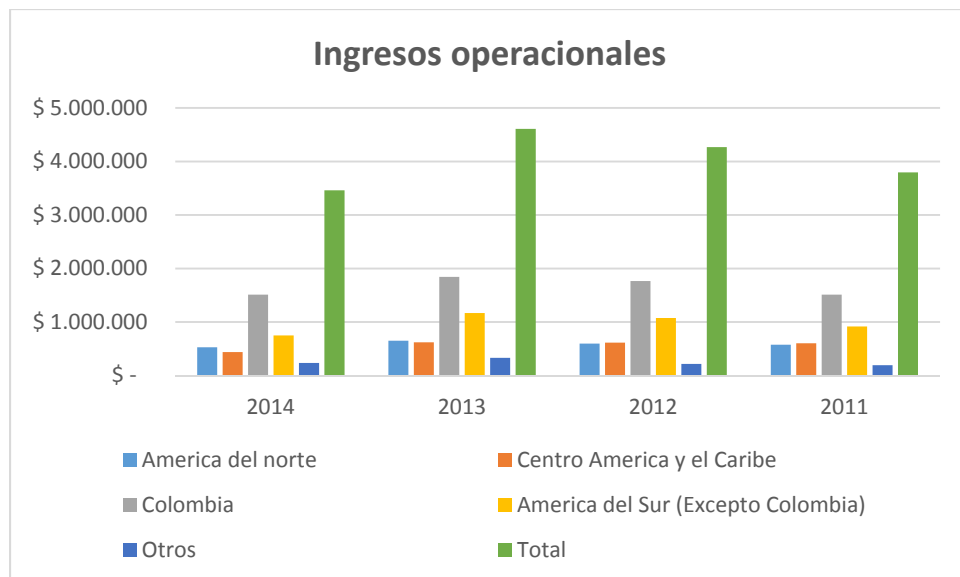
Se puede observar un crecimiento en todas las áreas dando un crecimiento de un 1,6% este bajo crecimiento según lo informado por Avianca Holdings principalmente a dos razones por un lado este bajo crecimiento se sustenta en el aumento de los costos operacionales y la reducción de las tarifas a los usuarios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

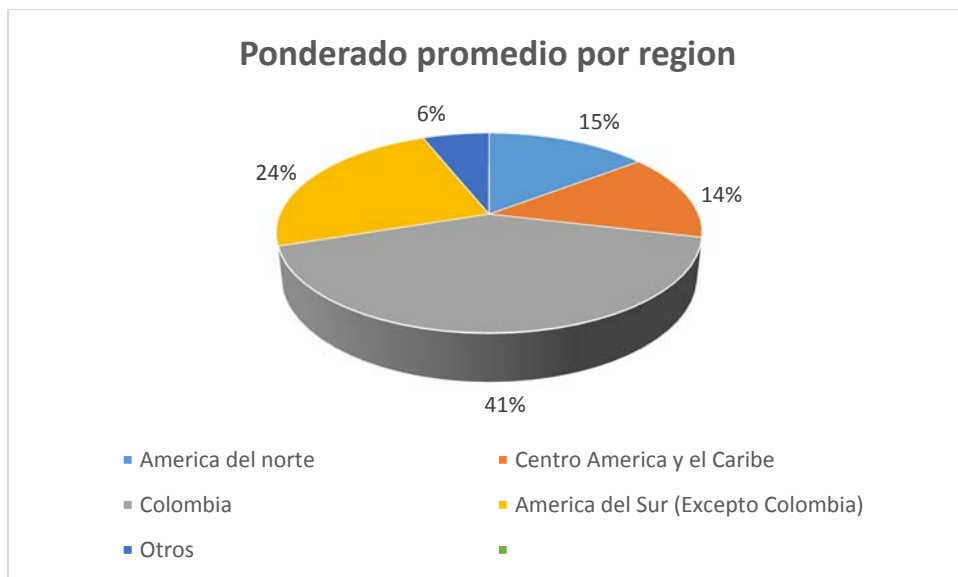


Historia de cada zona geográfica cada año, resultados entregados de los estados financieros de Avianca Holdings.

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 afectaran de la siguiente manera a la industria, por una parte los consumidores se beneficiaran 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 genero 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).

Análisis de costos de operación

Los costos de operación son una preocupación importante debido a que representan el desembolso realizado para mantener operativo Avianca, siendo más precisos los costos desde el 2010 al 2014 aumentan de forma creciente motivo del énfasis adquirido para el Holding particularmente en sus costos de combustibles de aeronaves, donde han invertido para optimizar generando un aumento en la eficiencia del combustible, reducción de costos en el mantenimiento a través de inventario unificado de partes sueltas y procesos de mantenimiento teniendo el punto más alto el año 2013 con un aumento del 38% y un crecimiento en los ingresos de un 12,5%



Detalle costos, gastos operacionales

Operaciones de vuelo: Corresponde a los costos asociados al área de vuelos de Avianca compuesto por los costos de los pilotos, costos de tripulación como personal en tierra entre otros gastos que permiten realizar los vuelos del Holding.

	2014	%	2013	%	2013	%	2012	%	2010	%
Operaciones de vuelo	\$ 40.929	1,2%	\$ 82.872	2,0%	\$ 84.774	2,1%	\$ 79.934	2,2%	\$ 274.696	10,7%

Combustible de aeronaves: Representa la materia prima necesaria para mantener activos a los aviones de Avianca, parte fundamental para proceder con los vuelos de las distintas aeronaves. Porcentaje más grande dentro de los costos operacionales por ende las fluctuaciones de los precios de este commodity afecta en mayor grado el resultado operacional.

	2014	%	2013	%	2013	%	2012	%	2010	%
Combustible de aeronaves	\$ 1.029.617	31,3%	\$ 1.325.763	31,4%	\$ 1.305.396	32,7%	\$ 1.123.547	31,3%	\$ 685.044	26,7%

Operaciones terrestres: Son gastos incurridos en tierra debidos a la protección, control de vuelos en movimiento, asignación, preparación de la tripulación de aeronaves en operación. Incluye aterrizaje, estacionamientos de aeronaves, inspecciones visuales de rutina, servicio y llenado de combustible. Por ultimo en este ítem se agregan los gastos incurridos en tierra para el despegue.

	2014	%	2013	%	2013	%	2012	%	2010	%
Operaciones terrestres	\$ 292.888	8,9%	\$ 343.812	8,1%	\$ 321.552	8,1%	\$ 279.607	7,8%	\$ 148.471	5,8%

Arrendamiento de aeronaves: Son contratos de arrendamiento operativo en relación con aeronaves (73 aeronaves en el año 2013). Con base en los términos y condiciones de esos acuerdos, La compañía ha determinado que los principales riesgos y ventajas inherentes a la propiedad de estas aeronaves no han sido transferidos por el arrendador, por lo que los arreglos contractuales se registran como arrendamientos operativos.

	2014	%	2013	%	2013	%	2012	%	2010	%
Arrendamiento de aeronaves	\$ 216.256	6,6%	\$ 273.643	6,5%	\$ 255.566	6,4%	\$ 214.861	6,0%	\$ 175.716	6,8%

Servicios a pasajeros: Son gastos directamente relacionados a actividades de confort, seguridad y conveniencia de pasajeros de vuelo.

	2014	%	2013	%	2013	%	2012	%	2010	%
Servicios a pasajeros	\$ 116.593	3,5%	\$ 143.512	3,4%	\$ 132.823	3,3%	\$ 115.049	3,2%	\$ 32.368	1,3%

Mantenimiento y reparaciones: Es el conjunto de operaciones asociadas al transporte de partes, edificios, equipo rentado, servicio de energía eléctrica, equipo de mantenimiento de tierra, antes registrado en operaciones de tierra pasa en la nueva estructura de ERP a mantenimiento y reparaciones. Los costos de edificios y rentas servicio de energía eléctrica, equipo de mantenimiento de tierra, previamente reportado bajo gastos generales y administrativos ahora está bajo mantenimiento y reparaciones.

	2014	%	2013	%	2013	%	2012	%	2010	%
Mantenimiento y reparaciones	\$ 191.261	5,8%	\$ 188.659	4,5%	\$ 222.705	5,6%	\$ 228.280	6,4%	\$ 144.124	5,6%

Tráfico aéreo: Asociado a la atención a viajero frecuente, servicios de seguridad, costos de edificios, materiales para salas VIP, gastos por viajes interrumpidos, materiales de oficina, papelería.

	2014	%	2013	%	2013	%	2012	%	2010	%
Trafico aereo	\$ 161.553	4,9%	\$ 180.140	4,3%	\$ 169.650	4,3%	\$ 177.407	4,9%	\$ 20.378	0,8%

Mercadeo y ventas: Gastos incurridos en la promoción de la línea aérea; gastos incidentales por documentos de ventas, control y organización o confirmación de espacios en aeronave vendidos. Gastos incurridos en la venta directa de espacios en aeronave y gastos incurridos en desarrollo de tarifas como horarios para publicación.

	2014	%	2013	%	2013	%	2012	%	2010	%
Mercadeo y ventas	\$ 438.230	13,3%	\$ 584.468	13,8%	\$ 522.645	13,1%	\$ 500.822	13,9%	\$ 429.040	16,7%

Generales, administrativos y otros: Gastos generales de naturaleza corporativa, gastos incurridos en desempeñar actividades que contribuyen a más de una función operativa, tales como actividades de contabilidad, actividades de compras, representación legal y otros gastos generales de la administración de la operación que no son directamente aplicables a una función en particular.

	2014	%	2013	%	2013	%	2012	%	2010	%
Generales,administrativos y otros	\$ 110.469	3,4%	\$ 257.273	6,1%	\$ 206.666	5,2%	\$ 184.700	5,1%	\$ 149.215	5,8%

Salarios, sueldos y beneficios: Está basado en los costos por concepto de sueldo, costos de los beneficios de los empleados, personal de viaje y otros gastos registrados en salarios como prestaciones.

	2014	%	2013	%	2013	%	2012	%	2010	%
Salarios, sueldos y beneficios	\$ 550.535	16,7%	\$ 674.951	16,0%	\$ 644.901	16,2%	\$ 561.331	15,6%	\$ 324.479	12,6%

Depreciación y amortización: La depreciación se reconoce en los Estados Consolidados de Resultados Integrales con base en el método de depreciación en línea recta, a lo largo de la vida útil económica estimada para el equipo aéreo, las propiedades y otro equipo, pues es el método que refleja con mayor exactitud el patrón esperado de consumo de los beneficios económicos futuros asociados al activo.

Los repuestos rotables del equipo aéreo se deprecian según el método de línea recta, distribuyendo los costos de los activos a lo largo de su vida útil. Los terrenos no se deprecian.

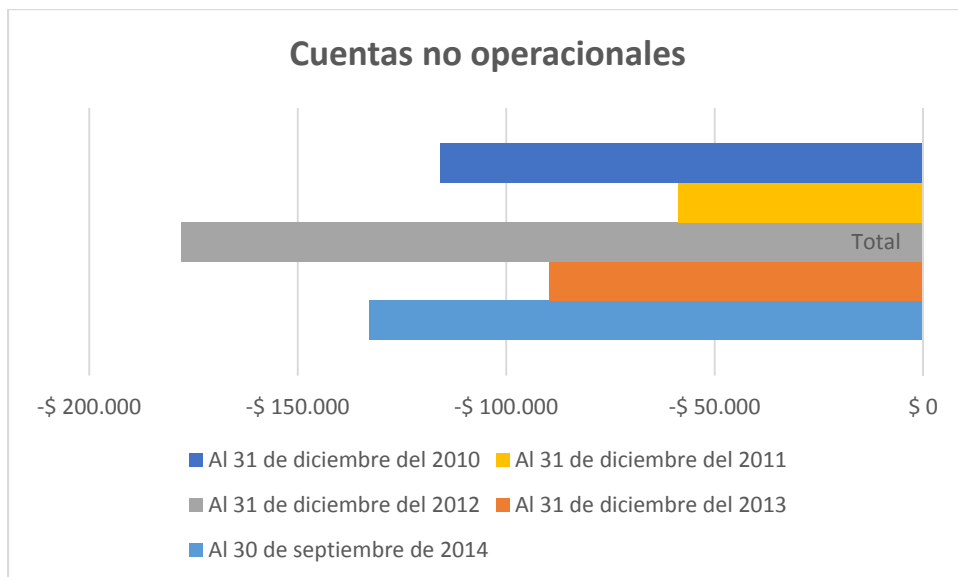
Debido a una mayor utilización de la flota Airbus A320, la Compañía revisó su vida útil estimada y el valor residual, y ajustó dichos estimados de 30 a 25 años y del 15% al 20%, respectivamente. De acuerdo con la NIC 8, los cambios en las estimaciones se aplican prospectivamente. Al 31 de diciembre de 2013, el efecto de este cambio en las estimaciones asciende a \$7.706.

	2014	%	2013	%	2013	%	2012	%	2010	%
Depreciacion y amortizacion	\$ 142.289	4,3%	\$ 169.580	4,0%	\$ 122.080	3,1%	\$ 126.507	3,5%	\$ 186.454	7,3%

Análisis de cuentas no operacionales

A continuación analizamos las Cuentas no operacionales presentes en los estados de resultados de Avianca para los periodos de diciembre 2010 a septiembre 2014, con el fin de identificar ingresos o egresos recurrentes dentro de los resultados de la compañía.

Cuentas no operacionales EE.RR	Al 30 de septiembre de 2014	Al 31 de diciembre del 2013	Al 31 de diciembre del 2012	Al 31 de diciembre del 2011	Al 31 de diciembre del 2010
Utilidad en venta de activos, recuperaciones y otros					\$ 37.682
Gastos por intereses	-\$ 90.752	-\$ 113.330	-\$ 122.112	-\$ 90.778	-\$ 154.594
Ingresos por intereses	\$ 11.334	\$ 11.565	\$ 25.006	\$ 33.649	\$ 14.906
Instrumentos financieros derivados	\$ 4.541	-\$ 11.402	-\$ 24.042	-\$ 3.164	-\$ 32.825
Diferencial cambiario	-\$ 58.099	\$ 23.517	-\$ 56.788	\$ 1.600	\$ 19.000



Ingresos y gastos por interés:

Estos se encuentran asociados a compromisos de deuda financiera, se explican principalmente por pago de obligaciones por arrendamiento financiero e intereses pagados. Tanto Ingresos como gastos por interés se ven reflejados en flujo efectivo como actividades de operación.

Instrumentos financieros Derivados

Los instrumentos financieros a valor razonable con efecto en otros resultados integrales son instrumentos derivados no designados como instrumentos de coberturas para efectos contables, que

tienen la intención de reducir los niveles de riesgo de divisas, de riesgo del precio de combustible y del riesgo tasa de interés.

Riesgo cambiario: Ciertos contratos de intercambio de divisas a futuro se miden al valor razonable con efecto en otros resultados integrales, y no se designan como instrumentos de cobertura para efectos contables. Los saldos de los contratos de intercambio de divisas a futuro varían con el nivel de ventas y compras previstas de divisas y con los cambios en las tasas contratos a futuro de divisas.

Riesgo del precio de combustible: Se pretende que tales contratos reduzcan la volatilidad de los precios del combustible para las compras de combustible proyectadas, de acuerdo con la estrategia de gestión de riesgo establecida por la Junta Directiva. Los contratos están destinados a cubrir la volatilidad de los precios del combustible por un periodo de entre tres y doce meses, con base en los acuerdos de compra vigentes.

Riesgo de tasa de interés: La Compañía incurre en el riesgo por tasa de interés, principalmente en cuanto a obligaciones financieras con bancos y arrendadores de aeronaves. El riesgo por tasa de interés se maneja mediante una mezcla de tasas fijas y flotantes en préstamos y contratos de arrendamiento, en combinación con swaps de tasas de interés y opciones. De conformidad con estos acuerdos, la Compañía paga una tasa fija y recibe una tasa variable

Diferencial tipo de cambio

La utilidad o pérdida en moneda extranjera es derivada principalmente de la apreciación o depreciación del peso colombiano ante el dólar estadounidense, el cual es la moneda funcional de la Compañía y los cambios en los mecanismos de diferencial cambiario promulgados por el gobierno venezolano. Por los nueve meses terminados el 30 de septiembre de 2014 y 2013, la Compañía reconoció una pérdida neta de \$58.099 y una ganancia neta de \$24.241, respectivamente.

La Compañía tiene pasivos denominados en pesos colombianos tales como sus planes de pensiones y una emisión de bonos.

Durante los nueve meses finalizados al 30 de septiembre de 2014, la Compañía registró pérdidas totales debido a variaciones del tipo de cambio en Venezuela por \$34.832.

Análisis de los activos

Se detallan los activos de Avianca Holdings a septiembre del año 2014 y se clasifican entre operacionales y no operacionales. De acuerdo a la teoría financiera los activos no operacionales son aquellos que no son utilizados para el desarrollo del negocio de la compañía. Dado lo anterior, se podrían prescindir de ellos.

Activos Operacionales

Tipo de Activo	Activos Operacionales	Al 30 de septiembre de 2014
Activos Corrientes	Efectivo y equivalentes de efectivo	\$ 653.988
Activos Corrientes	Efectivo restringido	\$ 3.590
Activos Corrientes	Cuentas por cobrar, neto de estimación para cuentas de cobro dudoso	\$ 323.075
Activos Corrientes	Cuentas por cobrar con partes relacionadas	\$ 35.884
Activos Corrientes	Repuestos no reparables y suministros neto de provisión por obsolescencia	\$ 62.663
Activos Corrientes	Gastos pagados por anticipado	\$ 54.903
Activos Corrientes	Depósitos y otros activos	\$ 163.354
Activos no corrientes	Depósitos y otros activos	\$ 208.988
Activos no corrientes	Cuentas por cobrar, neto de estimación para cuentas de cobro dudoso	\$ 50.782
Activos no corrientes	Cuentas por cobrar relacionadas	-
Activos no corrientes	Propiedades y equipo, neto	\$ 3.645.494
	Total Activos	\$ 5.202.721

Activos No operacionales

Tipo de Activo	Activos No Operacionales	Al 30 de septiembre de 2014
Activos Corrientes	Inversiones disponibles para la venta	\$ 1.349
Activos Corrientes	Activos mantenidos para la venta	\$ 15.621
Activos no corrientes	Inversiones disponibles para la venta	\$ 299
Activos no corrientes	Activos intangibles	\$ 375.102
Activos no corrientes	Impuesto diferido activo	\$ 54.993
	Total Activos	\$ 447.364

Inversiones y Activos disponibles para la venta

Los activos financieros disponibles para la venta son activos financieros no derivados que se designan como disponibles para la venta. Las inversiones de la Compañía en títulos valores y algunos títulos de deuda se clasifican como activos financieros disponibles para la venta. Luego del reconocimiento inicial, estos activos se miden al valor razonable y los cambios que ocurran a partir de ahí, salvo las pérdidas por deterioro, se reconocen en otros resultados integrales dentro de patrimonio. Cuando una inversión es dada de baja en las cuentas, la ganancia o pérdida acumulada en otros resultados integrales se transfiere a los Estados Consolidados de Resultados Integrales. A septiembre de 2014 la compañía posee instrumentos disponibles para la venta en Venezuela que son bonos pagaderos en Bolívares al vencimiento aunque están denominados en dólares estadounidenses.

Los activos intangibles

(i) **Software** Las licencias de software se capitalizan sobre la base de los costos en que se incurrió al adquirirlas, implementarlas y ponerlas en funcionamiento. Los costos asociados al mantenimiento de los programas de software se registran como gastos conforme se incurre en ellos. En los casos de desarrollo o mejora de sistemas que podrían generar beneficios económicos futuros, la Compañía capitaliza los costos del desarrollo del software, incluidos los atribuibles a materiales, mano de obra y otros costos directos.

Los costos del software adquiridos se amortizan por el método de línea recta durante la vida útil estimada del activo, por un período máximo de 5 años. Los derechos sobre licencias y software tienen una vida útil finita y se amortizan por el método de línea recta durante por el plazo del contrato. El cargo por amortización se reconoce en los Estados Consolidados de Resultados Integrales.

(ii) **Rutas y marcas** Las rutas y marcas se registran al costo, menos la amortización acumulada y las pérdidas por deterioro del valor. La vida útil de los activos intangibles asociados a las rutas y derechos de marca se contabiliza con base en las estimaciones de la administración sobre sus posibles beneficios económicos futuros. Los activos intangibles se amortizan a lo largo de su vida útil, que oscila entre 2 y 13 años. Ciertas rutas y marcas tienen una vida útil indefinida y, por tanto, no se amortizan, pero analizadas por indicios de deterioro al menos una vez al final de cada periodo de reporte. La valoración de la vida útil indefinida es revisada anualmente para determinar si la vida útil indefinida sigue siendo soportable. De no serlo, se realiza el cambio en la vida útil de indefinida a finita de forma prospectiva.

(iii) **Activos intangibles asociados a derechos y obligaciones contractuales** La vida útil de los activos intangibles asociados a derechos y obligaciones contractuales se calcula con base en el plazo del contrato y se registra al costo, menos las amortizaciones acumuladas y las pérdidas por deterioro del valor.

Impuesto diferido activo

Los activos por impuestos diferidos se reconocen en la medida en que es probable que las diferencias temporales, el traspaso de los créditos fiscales no utilizados y las pérdidas fiscales no utilizadas puedan ser empleadas, excepto:

- Si la obligación tributaria diferida surge del reconocimiento inicial del crédito mercantil o de un activo o un pasivo provenientes de una transacción que no es una combinación de negocios y al momento de la transacción no afectó la ganancia contable ni a la ganancia (pérdida) fiscal.
- Respecto de las diferencias temporarias imponibles asociadas a inversiones en subsidiarias, si se puede controlar el momento de reversión de las diferencias temporarias y si es probable que las diferencias temporales no se reviertan en un futuro previsible.
- Los impuestos diferidos son valorizados a la tasa impositiva que se espera aplicar a las diferencias temporarias cuando estas sean revertidas, con base en las leyes que han sido aprobadas o que están a punto de ser aprobadas a la fecha del informe.

Proyección de EERR

Se proyectará el Estado de Resultados, en base a tasas de crecimiento históricos de la compañía en las cuentas más estables que se identifican de Avianca, las proyecciones de la industria a través de los datos entregados por IATA, y los supuestos utilizados respecto al ingreso operacional, número de pasajeros, sillas por kilómetro disponible (capacidad), pasajeros por kilómetro (trafico), factor de ocupación (RPK/ASK). La proyección se efectuó considerando los ingresos de operación, los costos operacionales y no operacionales, y los ingresos no operacionales que podrían ser considerados como recurrentes.

Proyección de ingresos de operación

De manera de proyectar los ingresos de operación se debe estimar el valor de las cuentas de octubre hasta diciembre de 2014 para completar el resultado del mismo año. Al respecto, se analizó el comportamiento histórico de la compañía entre los trimestres de cada año. Se observó que no hay comportamiento inusual en algún trimestre en particular, lo que indica que no se presenta estacionalidad. Dado lo anterior, se estimó el valor a diciembre de 2013, en base a los valores reales de los trimestres anteriores de dicho año.

A continuación se presenta un recuadro con los factores más relevantes a la hora de proyectar los ingresos operacionales de cada zona de negocio relevante de Avianca.

indicador	unidad	2012	2013	2014 (p)	
Ingresos pasajeros	M\$	3.550.559	3.862.397	3.844.445	ingreso operacional
pasajeros	MM	23,093	24,6	25,66	N° de pasajeros (millones)
ASK	MMM	36,55	38,80	41,13	sillas por kilometro disponible (capacidad)
RPK	MMM	29,09	31,20	32,90	pasajeros por kilometro (trafico)
LF	%	79,60%	80,50%	0,8	Factor de ocupacion (RPK/ASK)
Flota pasajeros	N° aviones	150	155	165	
Flota carga	N° aviones			6	
N° de rutas					
yield		12,21	12,37947756	11,68439182	
Ingreso por pasajero (Ticket promedio)	\$	154	157	150	
Ingreso por avion	M\$	23.670	24.919	23.300	

Para el año 2014 (P) se consideró que al 3 trimestre 2014 la compañía acumulaba el 75% del ingreso total de año por lo que el ingreso estimado 2014 asume el 100%.

También para los indicadores Pasajeros, ASK, RPK y LF se consideraron las perspectivas informadas por Avianca en su presentación 3T_2014 las cuales suponen una variación de aproximada del 6%.

A continuación se presentara cada indicador utilizado para determinar los ingresos proyectados para Avianca

Ingreso pasajeros: Corresponde al total registrado de la venta de tickets de vuelos de cada pasajero beneficiado con los servicios de aerolínea entregados.

Pasajeros: Está constituido por la cantidad de pasajeros traducidos en clientes de Avianca los cuales fueron registrados como usuarios que ocuparon el servicio de aerolínea a través de un vuelo realizado.

ASK: Por sus siglas en ingles Available Seat Kilometer, representa la razón entre sillas disponibles dado los kilómetros recorridos. Este ratio se ocupa para medir la disponibilidad de asientos para sus pasajeros concepto que se calcula multiplicando el número total de asientos para los pasajeros por el número de kilómetros que vuelan.

RPK: Es una medida de tráfico de pasajeros, se calcula multiplicando el número de pasajeros por los kilómetros que vuelan.

LF: Significa Load Factory, la cual nos muestra el factor de ocupación en relación entre la división del RPK (Tráfico) por el ASK (Capacidad).

Yield: Retorno o beneficio por pasajero. Se calcula a través de la relación entre ingreso pasajero por RPK.

2015(P)	2016(P)	2017(P)	2018(P)	Var % 2014 (p)	Var % 2015 (p)	Var % 2016 (p)	Var % 2017 (p)	Var % 2018 (p)	
4.154.692	4.406.051	4.672.617	4.955.310	-0,5%	8,1%				ingreso operacional
27,46	28,83	30,27	31,78	7,0%	7,0%	5,0%	5,0%	5,0%	N° de pasajeros (millones)
43,60	46,21	48,98	51,92	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	sillas por kilometro disponible (capacidad)
34,88	36,97	39,19	41,54	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	pasajeros por kilometro (trafico)
0,8	0,8	0,8	0,8	80%	80%	80%	80%	80%	Factor de ocupacion (RPK/ASK)
181	186	191	196						
11,91256815	11,91818728	11,92380907	11,92943351						
151,32	152,83	154,36	155,91						
22.954	23.688	24.464	25.282						

Para lograr proyectar los resultados se tomó como supuesto el plan de expansión de flotas de Avianca que tiene como objetivo expandir la capacidad de RPK, ampliando la capacidad de silla disponibles como también mejorar la flota en términos de edad promedio, el plan de renovación es ambicioso pretende contar con 16 aviones nuevos.

A través de los años Avianca ha conservado su LF (Load Factory) en un 80% , siendo un 80,5% el resultado del año 2013 y proyectando entre un 8,75% para el próximo año 2014.

Para efectos del cálculo en ítem Ingreso por pasajero (ticket promedio) se mantuvo estable el precios debido a que están sujetos por la variación de la divisa, disponibilidad de aviones, y el plan de fidelización de LifeMiles entre otras.

Estados de Resultados reales proyectados 2011-2018

EE.RR	Al 31 de diciembre del 2011	Al 31 de diciembre del 2012	Al 31 de diciembre del 2013	Al 30 de septiembre de 2014	Proyección 4T 2014	Proyección 2014	Proyección 2015	Proyección 2016	Proyección 2017	Proyección 2018
Ingresos operacionales:										
Pasajeros	\$ 3.182.953	3.550.559	3.862.397	2.883.334	986.913	3.870.247	4.182.576	4.435.622	4.703.977	4.988.567
Carga y otros	\$ 611.475	719.097	747.207	577.365	197.622	774.987	840.156	882.164	926.272	972.585
Total ingresos operacionales	\$ 3.794.428	4.269.656	4.609.604	3.460.699	1.184.535	4.645.234	5.022.732	5.317.785	5.630.249	5.961.153
Gastos operacionales:										
Operaciones de vuelo	\$ 79.934	84.774	82.872	40.929	14.009	54.938	59.403	\$ 62.892	\$ 66.588	\$ 70.501
Combustible de aeronaves	\$ 1.123.547	1.305.396	1.325.763	1.029.617	307.979	1.337.596	1.446.297	\$ 1.529.761	\$ 1.619.647	\$ 1.714.838
Operaciones terrestres	\$ 279.607	321.552	343.812	292.888	91.274	384.162	415.381	\$ 439.480	\$ 465.303	\$ 492.650
Arrendamiento de aeronaves	\$ 214.861	255.566	273.643	216.256	70.579	286.835	310.145	\$ 328.248	\$ 347.535	\$ 367.961
Servicios a pasajeros	\$ 115.049	132.823	143.512	116.593	37.388	153.981	166.494	\$ 176.190	\$ 186.542	\$ 197.506
Mantenimiento y reparaciones	\$ 228.280	222.705	188.659	191.261	61.749	253.010	273.571	\$ 289.516	\$ 306.527	\$ 324.543
Trafico aereo	\$ 177.407	169.650	180.140	161.553	51.009	212.562	199.836	\$ 181.575	\$ 192.244	\$ 203.543
Mercadeo y ventas	\$ 500.822	522.645	584.468	438.230	150.383	588.613	636.447	\$ 673.847	\$ 713.441	\$ 755.372
Generales, administrativos y otros	\$ 184.700	206.666	257.273	110.469	54.729	165.198	178.623	\$ 189.686	\$ 200.832	\$ 212.635
Salarios, sueldos y beneficios	\$ 561.331	644.901	674.951	550.535	188.438	738.973	799.026	\$ 845.964	\$ 895.671	\$ 948.312
Depreciacion y amortizacion	\$ 126.507	122.080	169.580	142.289	48.703	190.992	206.513	\$ 218.644	\$ 231.492	\$ 245.097
Total gastos operacionales	\$ 3.592.045	3.988.758	4.224.673	3.290.620	1.076.240	4.366.860	4.691.736	\$ 4.935.804	\$ 5.225.823	\$ 5.532.958
Utilidad de operación	\$ 202.383	280.898	384.931	170.079	108.295	278.374	330.996	381.981	404.426	428.195
Utilidad en venta de activos, recuperaciones y otros										
Gastos por intereses	-\$ 90.778	-122.112	-113.330	-90.752	-30.600	-121.352	-131.214	-\$ 138.907	-\$ 138.907	-\$ 138.907
Ingresos por intereses	\$ 33.649	25.006	11.565	11.334	6.073	17.407	18.822	\$ 20.001	\$ 20.001	\$ 20.001
Instrumentos financieros derivados	-\$ 3.164	-24.042	-11.402	4.541	-2.258	2.283	2.468	\$ 2.485	\$ 2.485	\$ 2.485
Diferencial cambiario	\$ 1.600	-56.788	23.517	-58.099	47.542	-10.557	-11.415	-\$ 11.964	-\$ 11.964	-\$ 11.964
Utilidad antes del impuesto sobre renta	\$ 143.690	102.962	295.281	37.103	129.051	166.154	\$ 209.657	\$ 253.597	\$ 276.042	\$ 299.811
Gastos de impuesto sobre la renta corriente	-\$ 31.881	-49.884	-40.296	-11.477	-28.068	-39.545	-49.898	-60.356	-65.698	-71.355
Gasto de impuesto sobre la renta-diferido	-\$ 11.933	-14.821	-6.164	-2.132	-14.816	-16.948	-21.385	-25.867	-28.156	-30.581
Total gasto por impuesto sobre la renta	-\$ 43.814	-64.705	-46.460	-13.609	-42.883	-56.492	-71.283	-86.223	-93.854	-101.936
Interes minoritario					0					
Utilidad neta del año	\$ 99.876	38.257	248.821	23.494	86.168	109.662	138.373	167.374	182.188	197.875

PROYECCION DE COSTOS DE OPERACIÓN Y NO OPERACIONALES

Gastos operacionales:	Al 31 de diciembre del 2011	Al 31 de diciembre del 2012	Al 31 de diciembre del 2013	Al 30 de septiembre de 2014	Proyección 4T 2014	Proyección 2014	Proyección 2015	Proyección 2016	Proyección 2017	Proyección 2018
Operaciones de vuelo	\$ 79.934	84.774	82.872	40.929	14.009	54.938	59.403	\$ 62.892	\$ 66.588	\$ 70.501
Combustible de aeronaves	\$ 1.123.547	1.305.396	1.325.763	1.029.617	307.979	1.337.596	1.446.297	\$ 1.529.761	\$ 1.619.647	\$ 1.714.838
Operaciones terrestres	\$ 279.607	321.552	343.812	292.888	91.274	384.162	415.381	\$ 439.480	\$ 465.303	\$ 492.650
Arrendamiento de aeronaves	\$ 214.861	255.566	273.643	216.256	70.579	286.835	310.145	\$ 328.248	\$ 347.535	\$ 367.961
Servicios a pasajeros	\$ 115.049	132.823	143.512	116.593	37.388	153.981	166.494	\$ 176.190	\$ 186.542	\$ 197.506
Mantenimiento y reparaciones	\$ 228.280	222.705	188.659	191.261	61.749	253.010	273.571	\$ 289.516	\$ 306.527	\$ 324.543
Trafico aereo	\$ 177.407	169.650	180.140	161.553	51.009	212.562	199.836	\$ 181.575	\$ 192.244	\$ 203.543
Mercadeo y ventas	\$ 500.822	522.645	584.468	438.230	150.383	588.613	636.447	\$ 673.847	\$ 713.441	\$ 755.372
Generales, administrativos y otros	\$ 184.700	206.666	257.273	110.469	54.729	165.198	178.623	\$ 189.686	\$ 200.832	\$ 212.635
Salarios, sueldos y beneficios	\$ 561.331	644.901	674.951	550.535	188.438	738.973	799.026	\$ 845.964	\$ 895.671	\$ 948.312
Depreciacion y amortizacion	\$ 126.507	122.080	169.580	142.289	48.703	190.992	206.513	\$ 218.644	\$ 231.492	\$ 245.097
Total gastos operacionales	\$ 3.592.045	3.988.758	4.224.673	3.290.620	1.076.240	4.366.860	4.691.736	\$ 4.935.804	\$ 5.225.823	\$ 5.532.958

Operaciones de vuelo: El gasto en operaciones de vuelo (costos asociados pilotos, tripulación y personal en tierra) fue estimado en función de los ingresos operacionales de cada periodo, el cual se estimó en un 1,2% siendo tomado como referencia el 3er trimestre de 2014.

Combustibles y aeronaves: Estimación de proporción de costo proyectado para el 4Trimestre equivalente a un 26% de ingresos operacionales, esto busca captar la tendencia bajista en el precio de Jet fuel observada hacia términos de año y propone que el gasto de combustible se establezca para fines de 2014. Para las proyecciones posteriores 2015 en adelante se proyecta basado en la política de coberturas⁵ y un valor esperado para la proyección 2015 del 28,8% el cual equivale a la representación más baja de los ingresos de los últimos 3 años.

⁵ EE.FF Avianca 3T 2014, Pag 26. -Instrumentos derivados reconocidos como instrumentos de cobertura.

Para la estimación del cuarto trimestre del 2014 de los siguientes gastos se consideró la representación promedio de estos sobre el ingresos operacional para los últimos 4 años, esto debido a que su comportamiento es estable en el tiempo que se estiman en función del ingreso. Para los periodos 2015 en adelante se consideró la proporción generada entre valor real al tercer trimestre 2014 y la estimada al cuarto trimestre.

- i) **Operaciones Terrestres:** Representado en promedio un 7,7%. Para la proyección de año 2014 se proyectó solo el 4 trimestre. Su máximo expresado es un 8,5% y su mínimo 7%. Para el año 2015 se adelante se proyectó un 8,3%.
- ii) **Arrendamiento de aeronaves:** Representado en promedio un 6%. Para la proyección de año 2014 se proyectó solo el 4 trimestre. Su máximo expresado es un 6,2%% y su mínimo 5,9%. Para el año 2015 se adelante se proyectó un 6,2%.
- iii) **Servicios a pasajeros:** Representado en promedio un 3,2%. Para la proyección de año 2014 se proyectó solo el 4 trimestre. Su máximo expresado es un 3,4% y su mínimo 3%. Para el año 2015 se adelante se proyectó un 3,3%.
- iv) **Mantenimiento y reparaciones:** Representado en promedio un 5,2% . Para la proyección de año 2014 se proyectó solo el 4 trimestre. Su máximo expresado es un 5,5% y su mínimo 4,1%. Para el año 2015 se adelante se proyectó un 5,4%.
- v) **Tráfico aéreo:** Representado en promedio un 4,3%. Para la proyección de año 2014 se proyectó solo el 4 trimestre. Su máximo expresado es un 5% y su mínimo 3,9%. Para el año 2015 se adelante se proyectó un 3,4%. A partir del año 2016 se proyectó una representación de un 3,4% del ingreso operacional basado en la reducción de costos de mantención por proyecto RMO (hangar de mantenimiento en línea).
- vi) **Mercadeo y ventas:** Representado en promedio un 12,7%. Para la proyección de año 2014 se proyectó solo el 4 trimestre. Su máximo expresado es un 2% y su mínimo 12,8%.
- vii) **Generales, administrativos y otros:** Representado en promedio un 4,6%. Para la proyección de año 2014 se proyectó solo el 4 trimestre. Su máximo expresado es un 5,6% y su mínimo 3,2%. Para el año 2015 se adelante se proyectó un 3,6%.

Salarios y sueldos: Se consideró su representación máxima equivalente al 16% siendo esta última observada durante el tercer trimestre del 2014 y proyectada para el 2015 en adelante.

Amortización y depreciación: Se consideró su representación máxima equivalente al 4,1% siendo esta última observada durante el tercer trimestre del 2014 y proyectada para el 2015 en adelante.

Proyección de Flujos de Caja Libre

Ajustes al flujo de caja proyectado

La utilidad neta del ejercicio debe ser ajustada por varios conceptos para poder construir el *Flujo de Caja Libre*, a continuación se presenta un detalle de los ajustes que serán realizados para la proyección de este.

Inversión en reposición

La inversión en reposición consiste en reponer los bienes de capital ya depreciados. Con el objetivo de determinar la señalada inversión a continuación se presenta el comportamiento histórico de la compañía, de acuerdo a las adiciones del rubro *Inversión en planta, aviones y equipos* presentados en los Estados Financieros de Avianca Holdings, durante el periodo comprendido entre diciembre del año 2010 a septiembre del año 2014:

Datos reales

Balance ítem	2012	2013	real 2014	3Q 2014
Saldo enero	2.833.232	3.262.677	3.896.796	\$ 3.896.796
Adición	531.816	769.246	1.136.388	597.741
Retiros	- 102.371	- 135.127	- 128.485	- 90.088
%	4%	4%	3%	2,0%
Saldo diciembre (excep 2014)	\$ 3.262.677	\$ 3.896.796	\$ 4.904.699	\$ 4.404.449
Dep acumulada	\$ 563.131	\$ 663.438	\$ 778.789	\$ 755.033
Representación	17%	17%	16%	17%
Propiedades y equipos, total	\$ 2.699.546	\$ 3.233.358	\$ 4.125.910	\$ 3.649.416
Capex	\$ 533.812	\$ 892.552	-\$ 476.494	\$ 1.007.846

Datos proyectados

Balance ítem	4Q 2014	2014 (p)	2015 (p)	2016 (p)	2017 (p)	2018 (p)	2019 (p)
Saldo enero	4.404.449	3.896.796	5.657.785	7.271.451	8.329.723	9.390.409	10.716.969
Adición	1.241.184	1.838.925	1.726.822	1.203.701	1.227.280	1.514.368	1.900.373
Retiros	- 24.824	- 77.936	- 113.156	- 145.429	- 166.594	- 187.808	- 214.339
%	2%	2,0%	2%	2%	2%	2%	2%
Saldo diciembre (excep 2014)	\$ 5.620.809	\$ 5.657.785	\$ 7.271.451	\$ 8.329.723	\$ 9.390.409	\$ 10.716.969	\$ 12.403.002
Dep acumulada	\$ 963.547	\$ 961.823	\$ 1.236.147	\$ 1.416.053	\$ 1.596.369	\$ 1.821.885	\$ 2.108.510
Representación	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%
Propiedades y equipos, total	\$ 4.657.262	\$ 4.695.962	\$ 6.035.305	\$ 6.913.670	\$ 7.794.039	\$ 8.895.084	\$ 10.294.492
Capex	\$ 38.700	\$ 1.339.343	\$ 878.366	\$ 880.369	\$ 1.101.045	\$ 1.399.408	-\$ 10.294.492

Al respecto, consideramos el monto de las adiciones en *Inversión en planta, aviones y equipos* en términos de retiros. Se destaca este ítem debido que para efectos del flujo de caja disponible es necesario para el accionista para mantener la operación debe al menos financiar los retiros. Este se estima como el 2% del saldo a enero de cada periodo, proporción que se observa al tercer trimestre del 2014. Se estima una tasa más baja que los periodos anteriores, debido al plan de expansión de AVH que plantea un mayor nivel de activos (*Inversión en planta, aviones y equipos*) para los años proyectados.

Inversión en capital físico (CAPEX)

El *Capital Expenditures* (CAPEX o capex o inversiones en bienes de capitales) son inversiones de capital que crean beneficios. Al respecto, el plan de inversiones informado por Avianca al tercer trimestre del 2014, de conformidad con los acuerdos vigentes, los compromisos a futuro relacionados con la adquisición de aeronaves y de motores son los siguientes:

Airbus: la Compañía tiene 52 órdenes de compra de aeronaves de la familia A320, cuyas entregas están programadas entre el 2014 y el 2019, además de 21 opciones de compra. De conformidad con los términos y condiciones de este contrato de compraventa de aeronaves Airbus, la Compañía debe efectuar anticipos a Airbus en las fechas determinadas.

Boeing: la Compañía tiene 15 órdenes de compra de aeronaves B787-8, cuyas entregas están programadas entre el 2014 y el 2019, además de 10 opciones de compra. De conformidad con los términos y condiciones de este contrato de compraventa de aeronaves Boeing, la Compañía debe efectuar anticipos a Boeing en las fechas determinadas.

ATR: la Compañía tiene 15 órdenes de compra de aeronaves ATR 72, cuyas entregas están programadas entre el 2014 y el 2015, además de 15 opciones de compra. Al 30 de septiembre de 2014, se han recibido once ATR 72.

Embraer: la Compañía tiene 16 opciones de compra.

Otros: la Compañía tiene 10 órdenes en firme para la adquisición de motores de aeronaves, cuyas entregas están programadas entre el 2014 y el 2020.

El valor de las órdenes finales de compra está basado en la lista de precios de aeronaves (sin incluir descuentos y créditos contractuales otorgados por los fabricantes) e incluye recargos aproximados. Los compromisos con los fabricantes para la compra de aeronaves y los compromisos de anticipos al 30 de septiembre del 2014 se resumen a continuación. Posteriormente se aplican los anticipos a los compromisos relacionados de adquisición de aeronaves.

	2015	2016	2018	2019	total
Anticipos por arriendo de aviones	130.285	119.835	140.846	19.855	561.602
Adquisición de aeronaves	1.726.822	1.203.701	1.514.368	1.900.373	7.572.544

3. Inversión en capital de trabajo

El capital de trabajo para efectos de determinar el flujo de caja libre está referido específicamente al *capital de trabajo operativo neto* que corresponde por definición a la diferencia entre activos corrientes que no devengan intereses y pasivos corrientes que no devengan intereses. Dado lo anterior, y con el objetivo de determinar el capital de trabajo de Avianca., se identificaron los activos corrientes y pasivos corrientes que no devengan intereses, considerando los Estados Financieros del periodo diciembre 2010 a septiembre 2014.

Activos Circulantes						
	Al 30 de septiembre de 2014	Al 31 de diciembre del 2013	Al 31 de diciembre del 2012	Al 31 de diciembre del 2011	Al 31 de diciembre del 2010	
Capital de trabajo AVIANCA HOLDING						
Efectivo y equivalentes de efectivo	\$ 653.988	\$ 735.577	\$ 402.997	\$ 472.194	\$ 365.648	
Efectivo restringido	\$ 3.590	\$ 23.538	\$ 6.547	\$ 39.465	\$ 360	
Inversiones disponibles para la venta	\$ 1.349	\$ -	\$ 19.460	\$ 32.345	\$ 17.897	
Cuentas por cobrar, neto de estimación para cuentas de cobro dudoso	\$ 323.075	\$ 276.963	\$ 202.962	\$ 259.297	\$ 259.323	
Cuentas por cobrar con partes relacionadas	\$ 35.884	\$ 26.425	\$ 29.427	-	-	
Repuestos no reparables y suministros neto de provisión por obsolescer.	\$ 62.663	\$ 53.158	\$ 48.796	-	-	
Gastos pagados por anticipado	\$ 54.903	\$ 46.745	\$ 54.152	\$ 69.838	\$ 62.106	
Activos mantenidos para la venta	\$ 15.621	\$ 7.448	\$ 9.832	\$ 47.619	\$ 33.649	
Depósitos y otros activos	\$ 163.354	\$ 125.334	\$ 105.028	\$ 2.992	-	
Total activos circulantes	\$ 1.314.427	\$ 1.295.188	\$ 879.201	\$ 923.750	\$ 738.984	
Pasivos Circulantes						
Porción corriente de deuda a largo plazo	\$ 338.487	\$ 314.165	\$ 282.145	\$ 247.863	\$ 219.929	
Cuentas por pagar	\$ 339.425	\$ 509.129	\$ 488.568	\$ 181.044	\$ 155.099	
Cuentas por pagar con partes relacionadas	\$ 6.554	\$ 7.553	\$ 7.309	\$ 180.524	\$ 170.098	
Gastos acumulados	\$ 242.882	\$ 134.938	\$ 181.802	\$ 127.095	\$ 109.101	
Provisión para litigios	\$ 18.533	\$ 14.984	\$ 7.903	\$ 12.497	-	
Provisión para condiciones de retorno	\$ 46.256	\$ 33.033	\$ 7.598	\$ 43.023	\$ 39.454	
Beneficios de empleados	\$ 49.656	\$ 52.392	\$ 57.241	\$ 80.728	\$ 71.443	
Ingresos diferidos por transporte no devengados	\$ 627.571	\$ 564.605	\$ 468.789	\$ 326.559	\$ 380.401	
Otros pasivos	\$ 56.619	\$ 27.432	\$ 29.470	\$ 42.929	\$ 50.642	
Total pasivos corrientes	\$ 1.725.983	\$ 1.658.231	\$ 1.530.825	\$ 1.242.264	\$ 1.196.167	
Capital de Trabajo						
Capital de trabajo operativo neto	-\$ 411.556	-\$ 363.043	-\$ 651.624	-\$ 318.514	-\$ 457.183	Promedio
Ingresos de actividades ordinarias	\$ 3.460.699	\$ 4.609.604	\$ 4.269.656	\$ 3.794.428	\$ 2.771.667	
Capital de trabajo operativo neto(% ingresos actividades or.)	-12%	-8%	-15%	-8%	-16%	-11%
Capital de trabajo operativo neto(días de ventas)	-43	-28	-55	-30	-59	-43

La empresa llega en promedio con 43 días de venta a fin de año de exceso de capital de trabajo, por lo cual se consideran estos días como los necesarios a invertir por la variación en las ventas proyectadas, por lo tanto Avianca exige un aumento de capital de trabajo representado en la siguiente tabla para mantener su nivel de ingresos.

Capital de trabajo (p)	2014 (p)	2015 (p)	2016 (p)	2017 (p)	2018 (p)
Proyección 11% capital de trabajo operativo neto	-\$ 504.287	-\$ 545.269	-\$ 577.300	-\$ 611.221	-\$ 647.144
Capital invertido en capital de trabajo		-\$ 40.981	-\$ 32.031	-\$ 33.921	

4. Activos prescindibles

Como activos prescindibles se considera a aquellos que no están destinados al negocio principal de la empresa. Con el objetivo de identificar dichos activos se realizó un análisis de las cuentas que conforman los activos de Avianca presentado en los Estados Financieros. Del análisis efectuado se determinó los siguientes activos como prescindibles:

Activos prescindibles	Monto
Inversiones disponibles para la venta	\$ 1.648
Activos intangibles	\$ 375.102
Cuentas por cobrar con partes relacionada	\$ 35.884
Total activos prescindibles	\$ 412.634

5. Estimación del valor terminal de la empresa

Para estimar el valor terminal de Empresas Avianca holdings se utilizó el método denominado "Valor a Perpetuidad sin Crecimiento", que corresponde al valor de la empresa a partir del año siguiente de proyección, sin oportunidades de crecimiento¹⁸. A continuación se presenta la fórmula que fue utilizada para realizar el cálculo del valor terminal del año 2018:

$$\text{Valor Avianca 2018} = \frac{FCL(2018)}{K_o}$$

Cabe señalar que para calcular el *Flujo de Caja Libre* (FCL) del año 2018, se consideró el *flujo de caja bruto* del último año de la proyección (2019) y se descontó la inversión en reposición, correspondiente al 100% del monto de la depreciación de los activos fijos y se estableció que las nuevas inversiones en activo y en capital de trabajo serían cero.

$$\text{Valor Avianca 2018} = \frac{513.481}{9,5\%} = \text{US\$ } 5.402.446$$

*Resultado en miles de dólares

VALORACIÓN ECONÓMICA DE LA EMPRESA Y DE SU PRECIO DE ACCIÓN

Flujo de caja proyectado

En base a los supuestos y ajustes señalados en las secciones anteriores, se construyeron los *flujos de caja libre* del periodo 2014 al 2018 de Avianca los cuales se presentan a continuación:

Flujo de caja proyectado Avianca	Proyección 4Q 2014	Proyección 2015	Proyección 2016	Proyección 2017	Proyección 2018	Proyección 2019
Resultado ganancia/ pérdida	87.858	140.253	168.519	183.440	199.243	199.243
AJUSTES						
Depreciación y amortización	50.234	208.257	220.490	233.445	247.164	247.164
Gastos financieros (después de impuestos)	20.831	87.325	92.452	92.452	92.452	92.452
Ingresos financieros (después de impuestos)	-4.134	-12.564	-13.312	-13.312	-13.312	-13.312
Diferencias de cambio	-10.557	-11.420	-12.065	-12.065	-12.065	-12.065
	144.232	411.851	456.083	483.960	513.481	513.481
Inversión en reposición	-24.824	-113.156	-145.429	-166.594	-187.808	
Inversión en capital físico	-32.571	-130.285	-119.835	-150.781	-140.846	
Aumentos (disminuciones) de capital de trabajo	-96.773	-41.544	-32.300	-34.205		0
Valor terminal						0
Flujo de caja libre	-9.936	126.866	158.520	132.379	184.827	513.481
						5.402.446
Flujo descontado a wacc	-9.713	103.424	118.013	89.998	114.748	114.748
VT						3.354.056

*Valores en miles de dólares

Valor económico del patrimonio

VP	3.770.525
N° acciones suscritas	996.987.288
VLP	\$ 412.634
B	2.778.726
P	\$ 1.404.433
Precio acción	2.853
Precio acción real	3.545
%	-19,53%
WACC	9,50%

El valor económico del patrimonio final de una empresa se puede expresar de la siguiente forma:

$$P=V+VLP-B$$

Donde **V** es el valor presente de los flujos de caja libre, **VLP** es el valor de liquidación de activos prescindibles y **B** es el valor presente de la deuda financiera. Dado lo anterior se calculó el valor económico del patrimonio final de Avianca, el cual fue dividido por el número de acciones a septiembre del año 2014, dando como resultado un precio estimado de la acción de **\$2.853** pesos colombianos. Si comparamos con el valor real de mercado al 31 de septiembre del 2014 de \$ 3.545 podemos ver que el mercado sobrevalora el su precio en el mercado bursátil.

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 portafolio? 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.

Para esta metodología se consideró información desde el 31 de diciembre del 2011 hasta el tercer trimestre del 2014. Las proyecciones se generaron desde el último trimestre del 2014 hasta el 2018, con los datos obtenidos en base a los estados financieros reunidos de Avianca los estudios generados en el cálculo estimado referente a la tasa de costo capital fue 9,5% basado en los valores históricos de precios, estructura de capital entre otros. Entregando como precio de la acción bajo el supuesto del valor terminal sin crecimiento de \$ 2.853 pesos colombianos. Si se compara con el precio real al 31 de septiembre del 2014 de \$ 3.545 en la misma divisa por lo que se puede apreciar que el precio de la acción se encuentra sobrevalorado según el mercado bursátil. Bajo esta perspectiva consideramos que la acción de AVH de seguir adelante con los planes propuestos no debiese incorporarse a un portafolio de 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