



**VALORACIÓN DE EMPRESA COPA HOLDINGS  
S.A. Mediante Método de Flujo de Caja Descontado**

**VALORACIÓN DE EMPRESA PARA OPTAR  
AL GRADO DE MAGÍSTER EN FINANZAS**

**Alumno: Gerardo Enrique Huerta Bolaños**

**Profesor Guía: Carlos Maquieira V.**

**Profesor Co-Guía: Mauricio Jara Bertín**

**Santiago, septiembre 2021**

## ***Agradecimiento***

Agradecemos a Dios, a nuestras familias por el apoyo incondicional durante nuestro período de formación y crecimiento académico durante el magíster de finanzas, a la Universidad de Chile por abrirnos las puertas a un conocimiento de excelencia, gracias por hacernos parte de su centro de estudios, a nuestros docentes que arduamente transmitieron horas de enseñanza de calidad que contribuyeron en gran medida a nuestro crecimiento profesional y personal.

Por último, agradecer a nuestros compañeros de maestría por el intercambio de experiencias y conocimiento, así como su participación durante este camino de aprendizaje, sin temor a equivocaciones nos llevamos una red de amigos y profesionales de calidad que sólo la Universidad de Chile ha podido otorgarnos, a todos ellos, gracias.

## Tabla de Contenido

<b>1. Metodología</b> .....	11
<b>1.1 Principales Métodos de Valoración</b> .....	11
<b>1.1.1 Métodos de Flujos de Caja Descontados</b> .....	11
<b>1.1.2 Método de Múltiplos</b> .....	14
• <i>Múltiplos de Ganancias</i> .....	14
• <i>Múltiplos de Valor Libro</i> .....	15
• <i>Múltiplos de Ventas</i> .....	15
<b>2. Descripción de la Empresa e Industria</b> .....	16
<b>2.1 Descripción de COPA HOLDING S.A.</b> .....	16
2.1.1 Antecedentes del negocio e historia .....	17
2.1.2 Principales Accionistas .....	18
2.1.3 Ficha de la Empresa .....	19
2.1.4 Filiales .....	20
2.1.5 Descripción de la Acción .....	21
<b>2.2 Descripción de la Industria</b> .....	24
2.2.1 Estado Actual .....	25
2.2.2 Regulación y Fiscalización .....	27
2.2.3 Empresas Comparables .....	29
<b>3. Análisis del Negocio</b> .....	34
3.1 <i>Análisis de Crecimiento de la Empresa</i> .....	34
3.2 <i>Análisis de los Costos y Gastos Operacionales</i> .....	39
3.3 <i>Análisis del Resultado no Operacional</i> .....	43
3.4 <i>Análisis de Márgenes de Copa Holding S.A.</i> .....	44

4.0	<i>Análisis de los Activos de Copa Holding S.A.</i>	45
4.1	<i>Activos Operacionales y No Operacionales</i>	46
4.2	<i>Capital de Trabajo Operativo Neto</i>	47
4.3	<i>Inversiones Históricas de Copa Holding S.A.</i>	50
4.4	<i>Análisis de Crecimiento de la Industria</i>	50
4.5	<i>Métricas Operativas de la Industria</i>	51
5.0	<b>Proyección de Estados de Resultados</b>	54
5.1	<i>Ingresos Operacionales Proyectados</i>	54
5.2	<i>Costos y Gastos Operacionales Proyectados</i>	57
5.3	<i>Resultado No Operacional Proyectado</i>	59
5.4	<i>Impuesto Corporativo Proyectado</i>	60
5.5	<i>Estado de Resultados Proyectado</i>	60
5.6	<i>Supuestos Utilizados</i>	61
5.7	<i>Estado de Resultados Proyectado Porcentual</i>	62
6.0	<b>Proyección de los Flujos de Caja Libre</b>	64
6.1	<i>Inversión en Reposición</i>	64
6.2	<i>Nuevas Inversiones de Capital</i>	65
6.3	<i>Inversión o Liberación de Capital de Trabajo Operativo Neto</i>	66
6.4	<i>Valor Terminal</i>	67
6.5	<i>Flujo de Caja Libre Proyectado</i>	68
7.0	<b>Precio de la Acción Estimado</b>	69
7.1	<i>Valor Presente de los Flujos de Caja Proyectados</i>	69
7.2	<i>Déficit o Exceso de Capital de Trabajo Operativo Neto</i>	69
7.3	<i>Activos Prescindibles y otros Activos</i>	69
7.4	<i>Valorización Económica de la Empresa</i>	70

7.5 <i>Análisis de Sensibilidad</i> .....	71
8.0 <i>Resumen y Conclusiones</i> .....	74
9.0 <i>Referencias Bibliográficas</i> .....	75

## Índice de tablas & gráficos

1. Principales Accionistas de la Empresa .....	18
2. Ficha Copa Holdings S.A. ....	19
3. Filiales de Copa Holdings S.A. ....	20
4. Resumen Tráfico de Pasajeros y Mercancías. ....	25
5. Tráfico Mundial de Pasajeros y Mercancías por Región. ....	25
6. Resultados Operativos y netos de la Industria .....	26
7. Top Aerolíneas por Pasajeros .....	26
8. Ficha Técnica LATAM AIRLINES GROUP.....	31
9. Principales Accionistas LATAM AIRLINES GROUP .....	31
10. Ficha técnica AVIANCA Holdings S.A. ....	32
11. Principales Accionistas AVIANCA Holdings S.A. ....	33
12. Análisis de Crecimiento de la Empresa. ....	34
13. Ingresos por Segmento .....	36
14. Descripción por Segmentos.....	37
15. Métricas Operativas.....	37
16. Ingresos por Región COPA HOLDINGS S.A.....	38
17. Evolución Histórica de los Gastos Operativos. ....	39
18. Evolución Histórica de los Gastos Operativos en porcentajes. ....	40
19. Evolución Histórica de los Ingresos, Costos y Gastos. ....	41
20. Métricas Clave de la Industria vs COPA HOLDINGS S.A. ....	42
21. Evolución Histórica de los Gastos No Operacionales. ....	43

22. Evolución Histórica de los Gastos No Operacionales en porcentajes.	44
23. Evolución Histórica de los Márgenes.....	45
24. Evolución Histórica de los Márgenes en porcentaje.....	46
25. Clasificación de Activos de la Empresa.....	47
26. CTON de la Empresa .....	48
27. Clasificación de Activos Corrientes y Totales.....	49
28. Clasificación de Pasivos .....	51
29. Métricas Operativas de la Industria.....	52
30. Ingresos por Pasajeros en datos globales.....	53
31. Ingresos por Pasajeros por mercados domésticos (RPKs) como porcentaje de los ingresos operativos .....	54
32. Ingresos de COPA HOLDINGS S.A. ....	55
33. Ingresos Proyectados.....	56
34. Crecimiento de los Ingresos.....	57
35. Crecimiento de los Ingresos en porcentajes.....	58
36. Crecimiento de los Costos y GAV en porcentajes.....	59
37. Resultado No Operacional.....	60
38. Impuesto Corporativo Proyectado.....	60
39. Estados de Resultados Proyectado.....	60
40. Estado de Resultados Proyectado Porcentual.....	62
41. Estimación de adquisición de Aeronaves.....	64
42. Estimación de Inversión en reposición .....	65

<i>43. Estimación de Inversiones de Capital .....</i>	<i>65</i>
<i>44. CTON COPA HOLDING S.A. ....</i>	<i>66</i>
<i>45. Estimación del CTON de COPA HOLDINGS S.A. ....</i>	<i>67</i>
<i>46. Estimación del FCL de COPA HOLDINGS S.A. ....</i>	<i>68</i>
<i>47. Valor Presente de los Flujos de Caja Libre .....</i>	<i>69</i>
<i>48. Activos Prescindibles y Otros Activos. ....</i>	<i>69</i>
<i>49. Valoración Económica de COPA HOLDINGS S.A. ....</i>	<i>70</i>
<i>50. Comportamiento Histórico del Precio de la Acción. ....</i>	<i>70</i>
<i>51. Análisis de Sensibilidad del Precio de la acción respecto al crecimiento en ventas .....</i>	<i>72</i>
<i>52. Análisis de Sensibilidad del Precio de la acción respecto al WACC .....</i>	<i>72</i>
<i>53. Análisis de Sensibilidad del Precio de la acción respecto a la variación en la estructura de capital .....</i>	<i>73</i>

## Resumen Ejecutivo

El documento a continuación muestra la valoración de Copa Holding S.A. utilizando el método de Flujo de Caja Descontado, con el objetivo de determinar el precio subyacente de la acción de la empresa, a fin de poder emitir conclusiones respecto a la valoración del mercado en torno al precio de la acción de la compañía, el presente documento presenta información de carácter público al 30 de junio del 2021.

Copa Holding S.A. es un proveedor latinoamericano líder en servicios de carga y pasajeros de aerolíneas a través de dos principales subsidiarias operativas, Copa Airlines y Copa Colombia. La primera, opera desde su posición estratégicamente ubicada en la República de Panamá, y Copa Colombia vuela desde Colombia hasta Copa Airlines Hub of the Americas en Panamá, opera un modelo de negocios de bajo costo dentro de Colombia y varias ciudades de la región. Dentro de su flota de aviones se cuenta con Boeing 737 MAX 9, Boeing 737-800A y Boeing 737-800B.

Actualmente, Copa ofrece aproximadamente 361 vuelos programados diarios entre 80 destinos en 33 países de América del Norte, Central y del Sur y el Caribe desde su hub de Ciudad de Panamá. Gracias a las diferentes estrategias y alianzas actuales Copa permite una conexión de todo Latinoamérica a través de códigos compartidos con United Airlines y Avianca mediante el programa Star Alliance.

Copa Airlines cotiza en la bolsa de Nueva York desde diciembre del 2005 bajo el nombre de Copa Holdings S. A. y cuenta a junio del 2021 con 42,330,066 acciones en circulación.

Se descontarán los flujos de caja de la compañía a junio 2021 para obtener el valor de la acción, se ha decidido utilizar este método debido a que considera el riesgo asociado a la distribución de flujos y oportunidades de inversión de la compañía.

El valor de las acciones de Copa Holdings a junio del 2021 en la bolsa de Nueva York era de US\$75.33 se realizará el cálculo del precio de la acción mediante FCF y poder realizar un correcto comparativo. El valor de la acción después del análisis asciende a US\$68.85.

La presente valoración contiene la siguiente estructura:

Parte 1. Revisión de Metodología utilizada.

Parte 2. Descripción de la Empresa y Operaciones.

Parte 3. Análisis del negocio

Parte 4. Proyecciones del Estado de Resultado

Parte 5. Proyección del Flujo de Caja Libre.

Parte 6. Precio de la acción estimado

Parte 7. Resumen y conclusiones

Parte 8. Referencias bibliográficas

# **1. Metodología**

## **1.1. Principales métodos de valoración**

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor económico para la compañía. La literatura ofrece diversos grupos de métodos de valoración, los cuales se basan en: i) las cuentas del balance de la empresa, ii) las cuentas de resultados de la empresa, iii) en las cuentas del balance y de resultados de la empresa (métodos mixtos), iv) en el descuento de flujos y v) la valoración de opciones reales (Fernández, 2012). Por ello, los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en un determinado momento. Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor económico de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad cuyos sus resultados difieren, dado que cada analista o equipo de *research* utilizan distintos supuestos<sup>1</sup> (Damodaran, 2002).

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de flujos de caja descontados, múltiplos o comparables y descuento de dividendos<sup>2</sup> (Bancel y Mittoo, 2014; Fernández, 2012; Papelu *et al.*, 2019; Pinto *et al.*, 2019). En este trabajo se utiliza el modelo de flujos de caja descontados y el método de valoración por múltiplos.

### **1.1.1. Método de flujos de caja descontados**

El método de flujos de caja descontado, 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<sup>3</sup> (Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019).

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, siendo el 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.

---

<sup>1</sup> (Damodaran, 2002).

<sup>2</sup> (Bancel y Mittoo, 2014; Fernández, 2012; Papelu *et al.*, 2019; Pinto *et al.*, 2019)

<sup>3</sup> (Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019).

Para aplicar valoración por otro método, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de por qué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el método de FCD. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías (Damodaran, 2002).

En el método de 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, este 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, este método será altamente sensible a la tasa de descuento<sup>4</sup> (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019; Papelu *et al.*, 2019).

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<sup>5</sup> (Maquieira y Espinosa, 2019).

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

---

<sup>4</sup> (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019; Papelu *et al.*, 2019).

<sup>5</sup> (Maquieira y Espinosa, 2019).

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 “costo de capital promedio ponderado” (WACC, por 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<sup>6</sup> (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019; Papelu *et al.*, 2019).

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) (Maquieira y Espinosa, 2019).

Al aplicar el método de 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 (Maquieira y Espinosa, 2019).

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<sup>7</sup> (Fernández,

---

<sup>6</sup> (Maquieira y Espinosa, 2019)

<sup>7</sup> Fernández, 2012)

2012).

### 1.1.2. Método de múltiplos

El enfoque de múltiplo o comparables, determina un valor para la empresa, estableciendo relación entre ratios financieros de una compañía de la misma industria, y el valor de la firma, obteniendo así un valor rápido y aproximado de la empresa<sup>8</sup> (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019).

El valor de un activo es comparado con los valores considerados por el mercado como activos similares o comparables. Cabe destacar la gran variación en la valoración de las acciones según el múltiplo que se utilice y las empresas que se tomen como referencia. Para aplicar este método se necesita identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, y convertir estos valores de mercado en valores estandarizados. Esto lleva a obtener múltiplos, comparar el valor estandarizado o el múltiplo aplicado a los activos comparables, controlando por diferencias que podría afectar el múltiplo de la empresa. Tener en cuenta que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características similares de flujos de caja (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019).

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, los cuales pueden ser clasificados principalmente en: múltiplos de ganancia, múltiplos de valor libro y múltiplos de ventas. Algunos ejemplos de múltiplos en cada grupo se detallan a continuación<sup>9</sup> (Maquieira y Espinosa, 2019).

#### • Múltiplos de ganancias

- Price to Earnings Ratio (PER) = Precio de la acción / Utilidad por acción
- Enterprise Value to EBIT (EV / EBIT) = Valor de la empresa / EBIT
- Enterprise Value to EBITDA (EV / EBITDA) = Valor de la empresa / EBITDA

Donde: "*Precio de la acción*" es el precio que cotiza en la Bolsa de Valores, "*Utilidad de la acción*" es el resultado neto dividido por el total de acciones en circulación,

---

<sup>8</sup> (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019)

<sup>9</sup> (Maquieira y Espinosa, 2019).

“Valor de la empresa” es el patrimonio económico más el valor de mercado de la deuda neta, “EBIT” (por sus siglas en inglés) es el resultado operacional, y “EBITDA” (por sus siglas en inglés) es el resultado operacional antes de depreciación y amortización.

#### • Múltiplos de valor libro

- Price to Book Value (PBV) = Patrimonio económico / Valor libro del patrimonio
- Value to Book Ratio (VBR) = Valor de la empresa / Valor libro de los activos

Donde: “Patrimonio económico” es el precio de la acción por el número de acciones en circulación, “Valor libro del patrimonio” es el valor contable del patrimonio, “Valor de la empresa” es el patrimonio económico más el valor de mercado de la deuda, y “Valor libro de los activos” es el valor libro del patrimonio más el valor libro de la deuda.

#### • Múltiplos de ventas

- Price to Sales Ratio (PS) = Patrimonio económico / Ventas por acción
- Enterprise Value to Sales (EVS)= Valor de la empresa / Ventas

Donde: “Patrimonio económico” es el precio de la acción por el número de acciones en circulación, “Ventas por acción” son las ventas divididas por el total de acciones en circulación, “Valor de la empresa” es el patrimonio económico más el valor de mercado de la deuda neta, y “Ventas” es el total de ventas.

Por último, destacar que no todos los múltiplos son apropiados para todos los sectores, por ejemplo: i) el *Price to Book Value* es más apropiado para valorar bancos y empresas del sector del papel y celulosa, ii) el *Enterprise Value to EBITDA* se utiliza frecuentemente en los sectores de producción de alimentos y bebidas alcohólicas, iii) el *Price to Earnings Ratio* se utiliza en los sectores de *utilities* y gas y petróleo, y iv) el *Price to Sales Ratio* es más útil en los sectores de transporte terrestre y fabricantes de autos (Fernández, 2012).

## **2. Descripción de la Empresa e Industria**

### **2.1 Descripción de Copa Holdings S.A.**

Copa Holdings, S.A. es una empresa que cotiza en la Bolsa de Nueva York como emisor privado extranjero y es el holding de las aerolíneas Copa Airlines de Panamá y Copa Airlines Colombia (anteriormente AeroRepública) o Wingo de Colombia. Su sede es la ciudad de Panamá en Panamá y su actual CEO es Pedro Heilbron.

Copa Holdings, a través de sus subsidiarias en operación Copa Airlines, Copa Airlines Colombia y la recientemente creada Wingo, Wingo una de la aerolíneas líderes en *low cost*, actualmente ofrecen aproximadamente más de 180 vuelos regulares a 59 destinos en 28 países de Norte, Centro y Sur de América y el Caribe. Además, Copa Airlines provee a los pasajeros con acceso a vuelos a más de 120 destinos internacionales a través del acuerdo de código compartido con otras aerolíneas.

Copa Holdings S.A. es un proveedor líder a nivel de América Latina en servicios de carga y pasajeros de aerolíneas a través de sus dos principales subsidiarias operativas, Copa Airlines y Copa Colombia. Copa Airlines opera desde su posición estratégicamente ubicada en la República de Panamá, y Copa Colombia vuela desde Colombia, opera un modelo de negocios de bajo costo dentro del país andino y varias ciudades de la región. Al 31 de diciembre de 2020, opera una flota de 102 aviones, 82 aviones Boeing 737-Next Generation, 14 aviones Embraer 190 y seis aviones Boeing 737 MAX 9 para cumplir con sus crecientes requisitos de capacidad. La Compañía tiene un contrato de compra con Boeing que implica 65 pedidos en firme de aviones Boeing 737 MAX, acordados para ser entregados entre 2020 y 2025.

Copa tiene una alianza estratégica con United Airlines, o "UAL" o "United", que abarca estrategias de marketing conjuntas y acuerdos para compartir códigos, entre otras cosas. Además, Copa ha firmado un JBA de tres vías con UAL y Avianca que está destinado a cubrir nuestra red combinada entre Estados Unidos y América Latina (excepto Brasil). Copa es miembro de Star Alliance desde junio de 2012.

### 2.1.1 Antecedentes del negocio e historia

Copa fue fundada en 1947, inició vuelos a tres ciudades de Panamá utilizando aviones Douglas DC-3/C47. En 1966 ya tenía tres frecuencias semanales a San José, Costa Rica que fue el primer destino internacional. En 1969 incorporó un avión AVRO 748, para volar a la ciudad de Kingston en Jamaica, Managua en Nicaragua y Barranquilla en Colombia. En la década de 1970 incorpora a la ciudad de Medellín, Cartagena, San Salvador y Guatemala a su creciente red de rutas.

En la década de los 70 decide retirarse del mercado doméstico, dedicándose únicamente a operar destinos internacionales.

En 1980, y tras la compra de su primer avión, un Boeing 737-100, amplía sus destinos a Cartagena en Colombia, Puerto Príncipe en Haití, Santo Domingo, San Juan en Puerto Rico y Miami en los Estados Unidos. Los aviones modelo Boeing 737-200 arribaron a mediados de los 80, alcanzando 26 aviones a la flota con esta especificación.

#### Puntos clave en el crecimiento:

- El 11 de abril de 2015 Copa Airlines firmó un contrato para un pedido de 61 unidades del tipo 8/9 MAX. Es la segunda aerolínea latinoamericana en pedir el modelo después de la aerolínea mexicana Aeroméxico que solicitó 90 unidades.
- En 2015 lanza su propio programa de lealtad **Connectmiles** diseñado para fortalecer la relación con sus viajeros frecuentes y brindarles una atención exclusiva.
- En diciembre de 2016, inician un modelo comercial de bajo costo, Wingo, para diversificar sus ofertas y competir mejor con otras aerolíneas de bajo costo en los mercados. Wingo ofrece vuelos domésticos en Colombia y algunas ciudades internacionales desde y hacia Colombia.
- En septiembre de 2018 recibe su primer Boeing 737 MAX 9, el cual sería el primero de un pedido de 61 aviones de la familia Boeing 737 MAX.

## 2.1.2 Principales Accionistas de la Empresa

Principales accionistas de la empresa, al 30 de diciembre de 2016:

Rank	Nombre del Inversor	% Outstanding	Número de Acciones a la Fecha (Millones)
1	Baillie Gifford & Co.	4.67	14.79%
2	Sprucegrove Investment Management, Ltd.	3.89	12.33%
3	Fidelity Management & Research Company LLC	2.99	9.48%
4	Capital World Investors	2.35	7.46%
5	JP Morgan Asset Management	1.98	6.29%
6	Fidelity International	1.41	4.47%
7	Harding Loevner LP	1.32	4.18%
8	BlackRock Investment Management (UK) Ltd.	1.06	3.36%
9	BlackRock Asset Management North Asia Limited	1.06	3.35%
10	Marshall Wace LLP	0.98	3.11%
11	Morgan Stanley Investment Management Inc. (US)	0.97	3.08%
12	Brandes Investment Partners, L.P.	0.87	2.76%
13	APG Asset Management N.V.	0.87	2.75%
14	State Street Global Advisors (US)	0.84	2.66%
15	BlackRock Financial Management, Inc.	0.78	2.48%
16	Ardevora Asset Management LLP	0.76	2.40%
17	Citadel Advisors LLC	0.72	2.29%
18	Principal Global Investors (Equity)	0.58	1.85%
19	Dimensional Fund Advisors, L.P.	0.58	1.84%
20	Axiom Investors	0.58	1.82%
21	BlackRock Institutional Trust Company, N.A.	0.56	1.79%
22	SEI Investments Management Corporation	0.52	1.65%
23	Macquarie Investment Management	0.48	1.52%
24	Macquarie Investment Management Global Ltd.	0.45	1.41%
25	Alyeska Investment Group, L.P.	0.41	1.30%
26	Renaissance Technologies LLC	0.31	0.99%
27	Compass Group, L.L.C.	0.30	0.95%
28	U.S. Global Investors, Inc.	0.26	0.83%
29	Shellback Capital, LP	0.25	0.79%
30	JPMorgan Asset Management U.K. Limited	0.25	0.79%

*Tabla 1: Accionistas de la empresa*

*Fuente: Thompson Reuters*

### 2.1.3 Ficha de Empresa

Tipo de información	Descripción
Ticker o Nemotécnico	COPA HOLDINGS SA CPA
Clase de acción	Acciones Clase A, B
Derechos de cada clase	Acciones Clase A y Clase B tienen los mismos derechos y privilegios económicos, incluidos los derechos de etiqueta y el derecho a recibir dividendos
Mercado donde transa sus acciones	NYSE
Descripción de la empresa ( <i>profile</i> )	Transporte Aéreo de Pasajeros y de Carga
Rubros y países donde opera	Panamá y Colombia

*Tabla 2: Ficha COPA HOLDINGS S.A.*

*Fuente: Informes – Copa Holdings*

### 2.1.4 Filiales

#### Copa Colombia

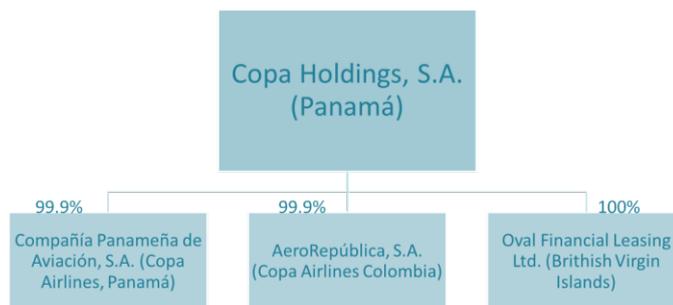
- Fue una aerolínea comercial de pasajeros fundada y registrada bajo razón social de Aero República S.A. el 23 de noviembre de 1992, es la segunda compañía aérea en Colombia por pasajeros internacionales movilizados después de Avianca y la cuarta en tráfico total.
- En abril de 2006 la aerolínea fue comprada por la panameña Copa Airlines, convirtiéndose en su filial.
- El 6 de octubre de 2010 Aerorepública cambia su nombre comercial a Copa Airlines Colombia al haber dado fin al proceso de transformación desde la compra de la empresa en 2006.
- Cerró sus operaciones desde Colombia en 2016.

## Wingo

- Es una aerolínea de bajo costo colombiana, parte de Copa Airlines y Copa Airlines Colombia, quien lanzó oficialmente la aerolínea en el mes de diciembre del año 2016, reemplazando a la antigua AeroRepública.
- Perteneciente a Copa Holdings, S.A., entre sus planes iniciales pretende operar los vuelos nacionales e internacionales que estaba operando su filial colombiana desde el nodo en la ciudad de Bogotá, ajustándolo a una misma flota con cabina única y otras condiciones propias de una aerolínea de este tipo.
- A enero de 2021, la aerolínea mantiene una flota uniforme de 6 Boeing 737 bajo su modelo de bajo costo, configurada con una cabina única, con edad promedio de 12.4 años.

## Oval

- Sociedad registrada bajo la legislación de las Islas Vírgenes Británicas, y controla las entidades de propósito en la mayoría de la flota de la compañía, que es arrendada a Copa Airlines o Copa Colombia.



*Ilustración 1: Filiales Copa Holdings S.A. Fuente: Memorias Anuales Copa Holdings S.A.*

## 2.1.5 Descripción de la acción

### Acciones comunes

El capital social autorizado consiste en acciones ordinarias sin valor nominal, divididas en acciones Clase A y acciones Clase B. Al 31 de diciembre de 2020, tiene 42,359,390 acciones, de las cuales 31,421,265 son Clase A y 10,938,125 acciones Clase B emitidas y en circulación, Copa Holdings no tiene ninguna acción Clase C en circulación. Las acciones Clase A y Clase B tienen los mismos derechos y privilegios económicos, incluido el derecho a recibir dividendos, excepto según se describe en esta sección.

### Acciones Clase A

Los tenedores de acciones Clase A no tienen derecho a voto en nuestras juntas de accionistas, excepto en relación con los siguientes asuntos específicos:

- Una transformación de Copa Holdings en otro tipo corporativo
- Una fusión, consolidación o escisión de Copa Holdings
- Un cambio de objeto social
- Exclusión voluntaria de acciones Clase A de la Bolsa de Nueva York
- Aprobar la nominación de directores Independientes nominados por el Comité de Nombramiento y Gobierno Corporativo de nuestra junta directiva; y Cualquier enmienda a las disposiciones especiales de voto anteriores que afecten adversamente los derechos y privilegios de las acciones Clase A.

Al menos 30 días antes de tomar cualquiera de las acciones enumeradas anteriormente, debemos notificar a los accionistas de Clase A y Clase B de nuestra intención de hacerlo. Si lo solicitan accionistas que representen al menos el 5% de nuestras acciones en circulación, el Consejo de Administración convocará una asamblea extraordinaria de accionistas para aprobar dicha acción. En la asamblea extraordinaria de accionistas, los accionistas que representen la mayoría de todas las acciones en circulación deben aprobar una resolución que autorice la acción

propuesta. A tal efecto, todo tenedor de nuestras acciones tiene derecho a un voto por acción.

Los accionistas de Clase A adquirirán plenos derechos de voto, con derecho a un voto por acción de Clase A en todos los asuntos sobre los que los accionistas tienen derecho a votar, si en el futuro las acciones de Clase B alguna vez representan menos del 10% del número total de acciones de nuestras acciones ordinarias y el Comité de Directores Independientes habrán determinado que dichos derechos de voto adicionales de los accionistas de Clase A no causarían un evento desencadenante al que se hace referencia a continuación. En tal caso, dejará de ser de aplicación el derecho de voto de los accionistas Clase A sobre las materias específicas descritas en el párrafo anterior. El umbral del 10% descrito en la primera frase de este párrafo se calculará sin dar efecto a las acciones de nueva emisión que se vendan con la aprobación del Comité de directores Independientes.

En el momento, si lo hubiera, en que los accionistas de Clase A adquieran plenos derechos de voto, el Consejo de Administración convocará una asamblea extraordinaria de accionistas que se celebrará dentro de los 90 días siguientes a la fecha a partir de la cual las acciones de Clase A tienen derecho a votar sobre todas las acciones. asuntos en nuestras juntas de accionistas. En la asamblea extraordinaria de accionistas, los accionistas votarán para elegir a los 12 miembros de la Junta Directiva en una lista recomendada por el Comité de Nominaciones y Gobierno. Los mandatos de los directores que se desempeñaban antes de la asamblea extraordinaria de accionistas terminarán con la elección celebrada en esa asamblea.

### **Acciones Clase B**

Cada tenedor de acciones Clase B tiene derecho a un voto por acción en todos los asuntos por los que los accionistas tienen derecho a votar. Las acciones Clase B se convertirán automáticamente en acciones Clase A una vez que se registre la transferencia de dichas acciones a tenedores que no sean panameños, como se describe a continuación en "Restricciones a la transferencia de acciones ordinarias; Conversión de acciones de clase B".

Copa Airlines, S.A cotiza en la bolsa de valores de Nueva York (NYSE) por medio de Copa Holdings, S.A. Ambas tienen los mismos derechos económicos y

privilegios, incluyendo los derechos de tag along y el derecho a recibir dividendos. Sin embargo, según la Ley de Aviación de Panamá, los nacionales panameños deben ejercer un "control efectivo" sobre las operaciones de la aerolínea y deben mantener una "propiedad sustancial".

Las acciones Clase A se cotizan en la Bolsa y se transan frecuentemente, las acciones Clase B solo pueden ser poseídas por panameños, y una vez que se registre cualquier transferencia de una acción Clase B a un tenedor que no certifique que es panameño, dicha acción Clase B se convertirá automáticamente en una acción Clase A. Los cesionarios de acciones Clase B deberán entregar una certificación por escrito de su condición de panameños como condición para registrar la transferencia a ellos de las acciones Clase B. Los accionistas de Clase A no estarán obligados ni tendrán derecho a proporcionar dicha certificación. Si un accionista Clase B tiene la intención de vender acciones Clase B a una persona que no ha entregado una certificación de la nacionalidad panameña e inmediatamente después de dar efecto a dicha transferencia propuesta, las acciones Clase B en circulación representarían menos del 10% de las acciones en circulación (excluyendo las acciones de nueva emisión vendidas con la aprobación de nuestro Comité de Directores Independientes), el accionista vendedor debe informar a la Junta Directiva al menos diez días antes de dicha transferencia. El Comité de directores Independientes puede decidir rechazar el registro de la transferencia si el Comité concluye razonablemente, sobre la base del asesoramiento de un asesor aeronáutico externo de buena reputación, que es razonablemente probable que dicha transferencia cause un evento desencadenante como se describe a continuación. Después de la primera asamblea de accionistas en la que los accionistas Clase A tienen derecho a votar por la elección de nuestros directores, el rol de directores Independientes descrito en la oración anterior será ejercido por todo el Directorio actuando en su totalidad.

Además, la Junta Directiva puede negarse a registrar una transferencia de acciones si la transferencia viola alguna disposición de los Artículos de Incorporación.

## 2.2 DESCRIPCIÓN DE LA INDUSTRIA

Copa Holdings S.A. es un proveedor líder a nivel de América Latina en servicios de carga y pasajeros de aerolíneas a través de sus dos principales subsidiarias operativas, Copa Airlines y Copa Colombia. Copa Airlines opera desde su posición estratégicamente ubicada en la República de Panamá, y Copa Colombia vuela desde Colombia, y opera un modelo de negocios de bajo costo dentro de Colombia y varias ciudades de la región.

Al 31 de diciembre de 2020, operan una flota de 77 aviones, 70 aviones Boeing 737-Next Generation y siete aviones Boeing 737 MAX 9 para cumplir con nuestros requisitos de capacidad actuales. La Compañía tenía un contrato de compra con Boeing, que implica 60 pedidos en firme de aviones Boeing 737 MAX, acordados para ser entregados entre 2021 y 2027. Copa ofrece actualmente aproximadamente 104 vuelos programados diarios entre 54 destinos en 25 países de Norte, Centro y Sudamérica y el Caribe desde su centro de la ciudad de Panamá. Copa brinda a los pasajeros acceso a vuelos a más de 200 destinos a través de acuerdos de código compartido con UAL y otras aerolíneas, según el cual cada aerolínea coloca su nombre y código de designación de vuelo en los vuelos de la otra. A través de su centro de la ciudad de Panamá, Copa puede consolidar el tráfico de pasajeros desde múltiples puntos para servir a cada destino de manera efectiva.

Antes de la pandemia de COVID-19, Panamá se había beneficiado de una economía estable con una inflación moderada y un crecimiento constante del PIB. Según estimaciones del FMI, de 2014 a 2020, el PIB real de Panamá creció a una tasa promedio anual de 2.7%, mientras que la inflación promedió 0.6 %por año. El FMI actualmente estima que la población de Panamá será de aproximadamente 4,4 millones en 2020, con la mayoría de la población concentrada en la Ciudad de Panamá, donde se encuentra nuestro centro en el Aeropuerto Internacional de Tocumen. Creemos que la combinación de una economía estable y orientada a los servicios y el crecimiento constante de la población ha ayudado a impulsar nuestro tráfico de pasajeros de origen y destino nacional.

### 2.3 Estado Actual de la Industria

El siguiente cuadro presenta los datos recopilados por la IATA (Asociación Internacional de Transporte Aéreo) para la industria de la aviación en los cuales se aprecia el porcentaje de pasajeros y vuelos por región, entre otros datos actuales de la industria.

Resumen del Tráfico de Pasajeros y Mercancías.	
65.10%	Ingresos Pasajeros/Km (Millones) 2,986,993
	Asientos Disponibles/Km (Millones) 4,589,378
53.80%	Toneladas de Mercancías/Km (Millones) 231,342
	Toneladas Disponibles/Km (Millones) 430,016

Tabla 3: Resumen de Tráfico de Pasajeros y Mercancías Fuente: [www.iata.org/WATS](http://www.iata.org/WATS)

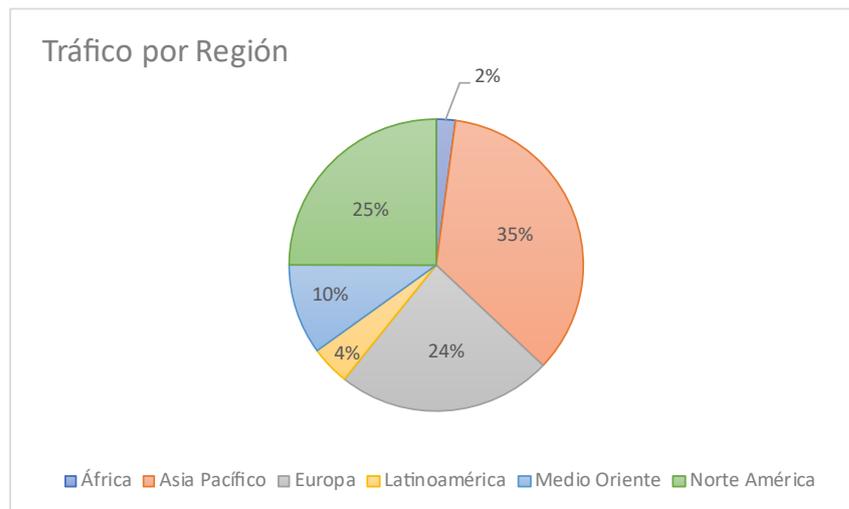
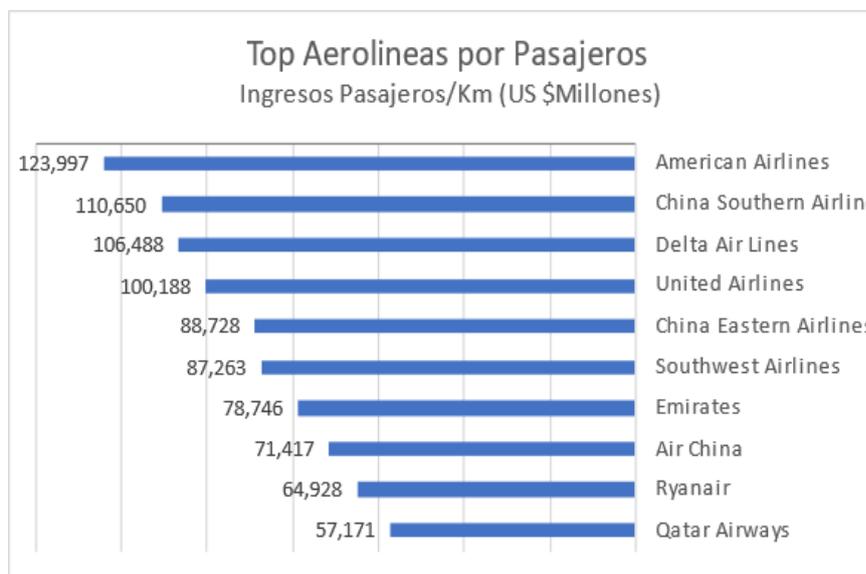


Gráfico 1: Tráfico Mundial de Pasajeros y mercancías por Región Fuente: [www.iata.org/WATS](http://www.iata.org/WATS)



*Gráfico 2: Resultados Operativos y Netos de la Industria Fuente: [www.iata.org/WATS](http://www.iata.org/WATS)*



*Gráfico 3: Top de Aerolíneas por Pasajero Fuente: [www.iata.org/WATS](http://www.iata.org/WATS)*

Como se puede observar la industria de aviación en Centroamérica está muy poco desarrollada con relación a otras partes del mundo por lo que se espera que la demanda por los servicios de transporte personal y carga se incremente en los próximos años en este sector

## **Regulación y Fiscalización**

### **Aspectos generales**

Copa Airlines S.A. al ser una sociedad abierta, y por disposición de la ley, está sujeta a la acción reguladora y fiscalizadora de la Bolsa de Valores de Nueva York y los Estatutos de la Compañía, así como por la Comisión de Valores de Estados Unidos (SEC) y la Comisión Nacional de Valores (CNV) de Panamá. La Autoridad Aeronáutica Civil (AAC-P) establece y hace cumplir las normas y directrices para las operaciones aeronáuticas y la Ley de Aviación Civil de Panamá (LAC-P). La AAC tiene las funciones principales de dirigir y Reglamentar los servicios de transporte aéreo, de navegación aérea, seguridad operacional y Aeroportuaria, y certificar y administrar los aeródromos. A su vez, Copa Airlines S.A. debe cumplir con las leyes y regulaciones locales e internacionales, las políticas y procedimientos.

La AAC-P cuenta con estatus autónomos, ha implementado una serie de medidas que promueven la transparencia y la rendición de cuentas, por ejemplo, cuentan con un reporte anual a la asamblea legislativa del país disponible en su página web, y realiza proceso de consulta pública abierta, en cumplimiento de la ley de transparencia del país, para discutir el anteproyecto de la nueva ley de aviación civil. En conclusión, este tipo de acciones favorecen la credibilidad, transparencia, imparcialidad y credibilidad de las decisiones de la AAC-P.

Sobre la regulación técnica existen varias instituciones encargadas de regular la industria:

OACI: Organización Internacional de Aviación Civil, es el Organismo especializado de las Naciones Unidas encargado de desarrollar los principios y técnicas de la navegación aérea internacional, y la organización y desarrollo del transporte aéreo en favor de la seguridad, la eficiencia, la economía y el avance de los servicios aéreos.

FAA: Administración Federal de Aviación: Organismo regulador que supervisa todo el espacio aéreo en los Estados Unidos. Su Reglamento Federal de Aviación (FAR)

es el más actualizado e impulsa muchas de las regulaciones que se encuentran en otros países.

IATA: Asociación Internacional de Transporte Aéreo es Asociación comercial que representa a más de 240 aerolíneas en todo el mundo; ayuda a formular políticas y estándares de la industria.

ACNA: Agencia Centroamericana de Navegación Aérea es la Corporación Centroamericana de navegación aérea.

### **Aspectos aplicables a la normativa de Panamá**

La ley panameña requiere que las aerolíneas que brindan servicios comerciales en Panamá posean un Certificado de Operación y una Licencia / Certificado de Transporte Aéreo emitidos por la AAC. El Certificado de transporte aéreo especifica las rutas, el equipo utilizado, la capacidad y la frecuencia de los vuelos. Este certificado debe ser actualizado cada vez que Copa adquiera nuevas aeronaves, o cuando se modifiquen rutas y frecuencias a un destino en particular. La ley panameña también requiere que las aeronaves operadas por Copa Airlines estén registradas en el Registro Nacional de Aviación de Panamá mantenido por la AAC, y que la AAC certifica la aeronavegabilidad de cada aeronave de la flota. El gobierno panameño no tiene participación accionaria en la compañía.

El estatus de Copa Airlines como aerolínea privada significa que no está obligado por la ley panameña a prestar servicio en ninguna ruta en particular y es gratuito para retirar el servicio de cualquiera de las rutas que actualmente opera, sujeto a acuerdos bilaterales. También la empresa es libre de determinar la frecuencia del servicio que ofrecen en la red de rutas sin ninguna frecuencia mínima impuesta por las autoridades panameñas.

La restricción más importante impuesta por la Ley de Aviación de Panamá, enmendada e interpretada hasta la fecha, es que los nacionales panameños deben ejercer un "control efectivo" sobre las operaciones de la aerolínea y deben mantener

una "propiedad sustancial". Estas frases no están definidas en la propia Ley de Aviación y no está claro cómo las interpretaría un tribunal panameño.

Los requisitos de propiedad de acciones y las restricciones de transferencia contenidos en nuestros Artículos de Incorporación, así como la estructura de capital social descrita bajo el título "Descripción del capital social", están diseñados para asegurar el cumplimiento de estas restricciones de propiedad y control creadas por la Ley de Aviación. Si bien la estructura de propiedad cumple con las restricciones de propiedad y control de la Ley de Aviación según la interpretación de un decreto del Poder Ejecutivo, no es posible asegurar que un tribunal panameño compartiría la misma interpretación de la Ley de Aviación o el decreto o que tal las interpretaciones seguirían siendo válidas durante todo el tiempo que posea acciones Clase A.

#### **2.4 Empresas Comparables**

Copa compete con otras aerolíneas que actualmente sirven algunas de las rutas en las que opera, incluyendo Avianca- Taca, American Airlines, Delta Airlines, Aeroméxico y LATAM, entre otros.

Las Alianzas estratégicas, las reestructuraciones de quiebras y las consolidaciones caracterizan a la industria aérea y tienden a intensificar la competencia. Varios de los transportistas se han fusionado y/o reorganizado en los últimos años, incluyendo algunos de nuestros competidores, como LATAM, Avianca-Taca, American-US Airways y Delta-Northwest, y se han beneficiado de menores costos de operación y descuento de tarifas para mantener los flujos de efectivo y para mejorar la lealtad del cliente.

### **2.4.1 Latam Airlines**

LATAM Airlines Group es el principal grupo de aerolíneas de Latinoamérica y uno de los mayores del mundo en red de conexiones, ofreciendo servicios aéreos a 144 destinos en 27 países, con presencia en seis mercados domésticos en Latinoamérica Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador y Perú, además de operaciones internacionales dentro de Latinoamérica y hacia Europa, Estados Unidos, El Caribe, Oceanía, África y Asia. LATAM Airlines Group está integrada por más de 41 mil empleados y opera aproximadamente 1.300 vuelos diarios, transportando a 69 millones de pasajeros anuales.

Con una flota moderna y joven, LATAM Airlines Group cuenta con 314 aviones, entre los que se encuentran los modelos Boeing 787, Airbus A350, A321 y A320neo, los modelos más modernos en su tipo. LATAM Airlines Group es el único grupo de aerolíneas de América y uno de los tres en el mundo en ingresar al índice de Sostenibilidad Dow Jones World, donde por quinto año consecutivo fue destacado por sus prácticas sostenibles, basándose en criterios económicos, sociales y ambientales. Estos negocios se realizan directamente o a través de sus filiales en diferentes países. Opera a través de dos segmentos: el negocio de transporte aéreo, y el programa de coalición y fidelización Multiplus.

Se origina de la Fusión el año 2012 de las empresas de Transporte Aéreo y de Carga LAN (Empresa Chilena) y TAM (empresa brasileña). Es una aerolínea que provee servicios de vuelo domésticos e internacionales de pasajeros y de carga, a más de 150 destinos en 24 destinos internacionales de Sudamérica, el Caribe, Europa Norteamérica y el Pacífico.

Adicionalmente, el grupo tiene presencia local en 7 mercados –Chile (16 destinos domésticos), Brasil (40 destinos domésticos), Argentina (14 destinos domésticos), Perú (14 destinos domésticos), Ecuador (6 destinos domésticos), Colombia (20 destinos domésticos) y Paraguay.

- **Ficha Técnica y Principales Accionistas**

(Santiago, 2021) Tipo de información	Descripción
Ticker o Nemotécnico	LATAM AIRLINES GROUP SA LTM
Mercado donde transa sus acciones	Las acciones de LATAM Airlines Group S.A. se transan en la Bolsa de Valores de Santiago (Chile) actualmente. Con el proceso de reorganización financiera, los ADRs (American Depositary Receipt) del grupo fueron deslistados de la Bolsa de Nueva York (NYSE), pero siguen transándose en el mercado OTC (over-the-counter) en EEUU. En este mercado extrabursátil las partes negocian directamente.
Descripción de la empresa ( <i>profile</i> )	Transporte Aéreo de Pasajeros y de Carga
Rubros y países donde opera	Brasil, Chile, Colombia, Ecuador y Perú

Tabla 4: Ficha técnica LATAM AIRLINES GROUP

Fuente: [www.bolsadesantiago.com](http://www.bolsadesantiago.com)

(Santiago, 2021)

Rank	Nombre del Inversor	% Outstanding
1	DELTA AIR LINES, INC	20,00%
2	COSTA VERDE AERONAUTICA SA	15,11%
3	J P MORGAN CHASE BANK	11,84%
4	QATAR AIRWAYS INVESTMENTS (UK) LTD	10,00%
5	BANCHILE CORREDORES DE BOLSA S A	8,81%
6	TEP AERONAUTICA SA	4,42%
7	SANTANDER CORREDORES DE BOLSA LIMITADA	3,50%
8	BCI C DE B S A	2,63%
9	INVERSIONES ANDES SPA	2,17%
10	TEP CHILE S.A.	1,98%

Tabla 5: Principales Accionistas LATAM AIRLINES GROUP

Fuente: [www.bolsadesantiago.com](http://www.bolsadesantiago.com)

## 2.4.2 Avianca Holdings

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.

Dentro de los servicios que presenta el Holdings 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.

Avianca 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 de Avianca.

- **Ficha Técnica y Principales Accionistas**

Tipo de información	Descripción
Ticker o Nemotécnico	AVIANCA HOLDING SA PFAVH
Clase de acción	Avianca Holdings S.A. ha emitido acciones preferentes registradas en la BVC: PFAVH y un programa ADS en NYSE: AVH.
Mercado donde transa sus acciones	La acción cotiza en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC: <a href="http://www.bvc.com">www.bvc.com</a> ) con el ticker BVC: PFAVH y en la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE: <a href="http://www.nyse.com">www.nyse.com</a> ) bajo el símbolo NYSE: AVH.
Descripción de la empresa ( <i>profile</i> )	Transporte Aéreo de Pasajeros y de Carga
Rubros y países donde opera	Colombia, El Salvador, Panamá, Bahamas, Bermudas. Costa Rica

Tabla 6: Ficha técnica AVIANCA HOLDINGS S.A.

Fuente: [www.aviancaholdings.com](http://www.aviancaholdings.com)

Rank	Nombre del Inversor	% Outstanding
1	BRW AVIATION LLC	51.53%
2	AVIANCA HOLDINGS S.A. ADR PROGRAM	19.46%
3	KINGSLAND HOLDING LIMITED	14.46%
4	MASAN INVERSIONES SAS	0.70%
5	ERFOST SAS	0.54%
6	FIDUBOGOTA - PA PLAN INCENTI AVIANCA	0.43%
7	ANDES INVESTMENT GROUP INC	0.32%
8	ARANGA MUNOZ JUAN CARLOS	0.26%
9	MILLAN LOZANO ELDER	0.24%
10	TANGARIFE GARCIA JULIO CESAR	0.15%

*Tabla 7: Ficha técnica AVIANCA HOLDINGS S.A.*  
*Fuente: [www.aviancaholdings.com](http://www.aviancaholdings.com)*  
*(AVIANCA, 2021)*

### **3 ANÁLISIS DEL NEGOCIO**

En esta sección se realizará un análisis histórico de los ingresos de Copa Holding S.A. considerando como base la generación de ingresos, estructura de costos y gastos operacionales de la empresa, identificando tendencias y conociendo su respectivo origen para determinar como influyen en la capacidad de Copa Holding S.A. de generar ingresos. Con la información disponible respecto a la deuda financiera de la compañía y su patrimonio económico, de acuerdo con el comportamiento histórico de la empresa, podremos estimar la estructura de capital objetivo para la empresa.

#### **3.1 Análisis de crecimiento de la empresa**

**Cuadro 7: Crecimiento de los ingresos (En Millones de USD)**

<b>Copa Holding S.A.</b>	<b>Dic 2017</b>	<b>Dic 2018</b>	<b>Dic 2019</b>	<b>Dic 2020</b>	<b>30 de junio 2021</b>
<b>Total Ingresos</b>	<b>\$ 2,521.79</b>	<b>\$ 2,677.63</b>	<b>\$ 2,707.41</b>	<b>\$ 801.00</b>	<b>\$ 488.94</b>
Crecimiento	13.6%	6.2%	1.1%	-70.4%	-62.02%
<b>Ingreso neto</b>	<b>\$ 362.60</b>	<b>\$ 88.20</b>	<b>\$ 247.00</b>	<b>\$ -607.10</b>	<b>\$ -68,345.00</b>
Margen	14.4%	3.3%	9.1%	-75.8%	0.00%

**Fuente: Elaboración propia en base a los balances de la empresa**

#### **Impacto del Covid-19**

La propagación de COVID-19 y la pandemia mundial tuvieron importantes impactos adversos en todos los aspectos de Copa Holdings. Tratando de mitigar los efectos de la pandemia, muchos gobiernos de todo el mundo han implementado una variedad de medidas agresivas para reducir la propagación del virus, incluidas restricciones y prohibiciones de viaje. Como resultado, la industria de viajes aéreos en general ha sufrido reducciones sin precedentes en la demanda, lo que ha afectado significativamente el tráfico aéreo, la situación financiera en general y los resultados operativos de Copa Holdings S.A., como también el sector de la aviación y turismo, que son los más golpeados de esta crisis. Debido a que prácticamente todos sus vuelos son internacionales, esto ha causado más afectación que otras compañías aéreas. Es probable que este efecto adverso continúe hasta que el virus esté

contenido y puede mejorar a partir de entonces, particularmente si las condiciones económicas, así como la regulación gubernamental y las actitudes de los consumidores hacia los viajes aéreos cambian de una manera duradera.

A nivel del histórico de ingresos de la empresa, hubo una disminución considerable en el año 2018 con respecto al año 2017, afectando el margen de ganancia de la empresa hasta un 3.3%, lo que corresponde a una ganancia solamente de \$88 millones, muy por debajo del reporte al 31 de diciembre de 2017 con ganancias netas de \$362.60. Esta situación de baja de ingresos fue afectada en gran parte por el surgimiento de accidentes aéreos con aviones de la marca Boeing, como es el caso de Lion Air, el día 29 de octubre de 2018, con 189 víctimas fatales que iban a bordo de un avión marca Boeing, modelo 737 Max.

En el año 2019, los ingresos se mantuvieron en un rango similar, mientras que la empresa tuvo que reducir gastos para aumentar rentabilidad, logrando generar ingresos por el orden de \$247 millones, con un margen de 9.1 %.

Al 30 de junio de 2021, Copa Holdings reportó una utilidad neta de US \$ 28,1 millones para el trimestre o US \$ 0,66 por acción. Excluyendo rubros especiales, la compañía habría reportado una pérdida neta de US \$ 16,2 millones o US \$ 0,38 por acción. En el periodo, Copa Holdings reportó una utilidad operativa de US \$ 8,7 millones para el segundo trimestre. Excluyendo el ajuste de ingresos por pasajeros de US \$ 10,4 millones, la compañía habría reportado una pérdida operativa de US \$ 1,7 millones.

**Cuadro 8: Ingresos por segmento (En Miles de USD)**

<b>Copa Holding S.A.</b>	<b>Dic 2017</b>	<b>Dic 2018</b>	<b>Dic 2019</b>	<b>Dic 2020</b>	<b>30 de junio 2021</b>
Ingreso por pasajeros	\$ 2,444,251.00	\$ 2,587,389.00	\$ 2,612,605.00	\$ 760,594.00	\$ 453,353.00
Ingreso por carga y correo	\$ 55,290.00	\$ 62,483.00	\$ 62,460.00	\$ 21,002.00	\$ 24,645.00
Otros ingresos operativos	\$ 22,245.00	\$ 27,755.00	\$ 32,343.00	\$ 19,407.00	\$ 10,937.00
<b>Total</b>	<b>\$ 2,521,786.00</b>	<b>\$ 2,677,627.00</b>	<b>\$ 2,707,408.00</b>	<b>\$ 801,003.00</b>	<b>\$ 488,935.00</b>

*Fuente: Elaboración propia en base a los balances de la empresa*

Los ingresos por pasajeros representaron aproximadamente \$ 760.6 millones en 2020, \$ 2,612.6 millones en 2019 y \$ 2,587.4 millones en 2018, representando el 95.0%, 96.5% y 96.6%, respectivamente, de los ingresos totales de Copa. El tráfico de ocio, que representa cerca de la mitad del tráfico total de Copa, tiende a coincidir con feriados, vacaciones escolares y eventos culturales y picos en julio y agosto, y nuevamente en diciembre y enero. A pesar de estas variaciones estacionales, el patrón de tráfico general de Copa es relativamente estable debido a la constante afluencia de viajeros de negocios. Aproximadamente un tercio de los pasajeros de Copa consideran la ciudad de Panamá como su destino o punto de origen, y la mayoría de los pasajeros restantes pasan por la ciudad de Panamá en tránsito hacia otros puntos de su red de rutas.

**Cuadro 9: Descripción por segmentos**

Segmentos	Detalle
<b>Transporte de pasajeros</b>	El tráfico de pasajeros por transporte aéreo se tiene en cuenta todos los pasajeros a bordo del avión, incluye los pasajeros en tránsito.
<b>Programa de Millas</b>	El programa de lealtad de Copa Airlines se denomina ConnectMiles donde se puede disfrutar de los mejores beneficios que Copa ofrece a clientes, donde pueden ganar millas al volar con Copa Airlines, Copa Airlines Colombia, las aerolíneas miembro de Star Alliance y otras aerolíneas asociadas.
<b>Cargo y Correos</b>	Además del servicio de pasajeros, Copa mantiene una línea de negocio que consiste en el uso eficiente de la capacidad adicional de las aeronaves al transportar carga y llevar mercancía permitida dentro de las rutas aéreas de la empresa.

*Fuente: Elaboración propia en base a los balances de la empresa*

Además del servicio de pasajeros, la empresa busca hacer eficiente la capacidad adicional en el vientre de la aeronave al transportar carga. Las operaciones de carga consisten principalmente en el servicio de transporte de carga dentro de las aeronaves. El negocio de carga en general de Copa generó ingresos de \$ 21.0 millones en 2020, \$ 62.5 millones en 2019 y \$ 62.5 millones en 2018, lo que representa el 2.6%, 2.3% y 2.3%, respectivamente, de los ingresos operativos de Copa. Principalmente se mueve la carga en el vientre de los aviones; sin embargo, también se considera dentro de la oferta, el alquiler y cobro de fletado por capacidad de carga cuando es necesario para satisfacer las necesidades de clientes de carga.

**Cuadro 10: Métricas Operativas (Capacidad, Favor de carga y rendimiento)**

Copa Holding S.A.	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018	Dic 2019	Dic 2020
<b>asientos disponibles en millones)</b>	<b>22,004.00</b>	<b>23,936.00</b>	<b>25,817.00</b>	<b>25,113.00</b>	<b>7,301.00</b>
Factor de carga	80.4%	83.2%	83.4%	84.8%	79.6%
<b>Yield (Centavos)</b>	<b>12.15</b>	<b>12.27</b>	<b>12.02</b>	<b>12.26</b>	<b>13.09</b>

*Fuente: Elaboración propia en base a los balances de la empresa*

De acuerdo con las métricas operativas, es importante mencionar que se reconocen los ingresos de los pasajeros por boletos cuando se hace efectivo el transporte, en lugar de cuando se vende un boleto. Los ingresos por pasajeros reflejan la capacidad de la aeronave en las rutas, el factor de carga y el rendimiento. La capacidad se mide en términos de millas de asientos disponibles, que representa el número de asientos disponibles en el avión multiplicado por el número de millas que recorren los asientos (ASM). El uso se mide en términos de RPM, que es el número de pasajeros de ingresos multiplicado por las millas que viajan estos pasajeros. El factor de carga, o el porcentaje de nuestra capacidad que realmente utilizan los clientes que pagan, se calcula dividiendo las RPM por ASM. El rendimiento es la cantidad promedio que paga un pasajero por volar una milla. Se utiliza esta combinación de enfoques, teniendo en cuenta los rendimientos, los factores de carga de vuelo y los efectos sobre los factores de carga del tráfico de conexión, según las características de los mercados atendidos, para llegar a una estrategia para lograr los mejores ingresos posibles por milla de asiento disponible, equilibrando la tarifa promedio cargada contra el efecto correspondiente a los factores de carga.

**Cuadro 11: Ingresos por región Copa Holdings (En %)**

<b>Copa Holding S.A.</b>	<b>Dic 2016</b>	<b>Dic 2017</b>	<b>Dic 2018</b>	<b>Dic 2019</b>	<b>Dic 2020</b>
<b>Norteamérica</b>	<b>29%</b>	<b>29.60%</b>	<b>31.20%</b>	<b>32.00%</b>	<b>29.80%</b>
<b>Suramérica</b>	42%	42.20%	40.60%	36.50%	36.00%
<b>Centroamérica</b>	<b>23%</b>	<b>24.50%</b>	<b>24.50%</b>	<b>27.70%</b>	<b>31.50%</b>
<b>Caribe</b>	6%	3.70%	3.70%	3.80%	2.70%
<b>Total</b>	100%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

*Fuente: Elaboración propia en base a los balances de la empresa*

Para 2020, debido a la pandemia de COVID, algunos países de América Latina declararon una suspensión de operaciones por varios meses. Las operaciones se reiniciaron para la mayoría de las aerolíneas en América Latina en el cuarto trimestre, y la capacidad se está restaurando gradualmente debido a la demanda actualmente reducida.

Panamá sirve como un centro para conectar el tráfico de pasajeros entre los principales mercados de América del Norte, del Sur, Central y el Caribe. En consecuencia, el tráfico de pasajeros hacia y desde Panamá está significativamente influenciado por el crecimiento económico en la región. Los principales mercados de

tráfico de pasajeros en América del Norte, del Sur y Central experimentaron una disminución de su PIB en 2020. Datos preliminares indican que el PIB real disminuyó un 9,0% en Panamá y un 8,2% en Colombia, según informes del Fondo Monetario Internacional o "FMI".

### 3.2 Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa

**Cuadro 12: Evolución histórica de los gastos operativos Copa Holdings**

Gastos	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018	Dic 2019	Dic 2020
Gastos operativos					
Combustible	\$ 528,996.00	\$ 572,746.00	\$ 765,781.00	\$ 696,249.00	\$ 166,723.00
Salarios, beneficios e incentivos	\$ 370,190.00	\$ 415,147.00	\$ 443,287.00	\$ 450,439.00	\$ 256,327.00
Servicio a pasajeros	\$ 86,329.00	\$ 99,447.00	\$ 104,346.00	\$ 102,103.00	\$ 27,566.00
Instalaciones de aeropuerto y carga	\$ 159,771.00	\$ 171,040.00	\$ 186,422.00	\$ 181,959.00	\$ 59,536.00
Distribución y Ventas	\$ 193,837.00	\$ 200,256.00	\$ 210,158.00	\$ 210,623.00	\$ 70,395.00
Mantenimiento y reparaciones	\$ 121,781.00	\$ 132,148.00	\$ 110,710.00	\$ 127,562.00	\$ 76,948.00
Depreciación y Amortización	\$ 167,894.00	\$ 167,324.00	\$ 276,563.00	\$ 282,080.00	\$ 259,336.00
Ajustes en Gastos Emparejados			\$ 188,624.00	\$ 89,344.00	\$ 243,097.00
Operaciones de Vuelo	\$ 88,188.00	\$ 101,647.00	\$ 108,437.00	\$ 102,806.00	\$ 30,028.00
Otros gastos operativos y administrativos	\$ 92,215.00	\$ 96,087.00	\$ 123,737.00	\$ 118,090.00	\$ 71,977.00
<b>Gastos operativos totales</b>	<b>\$ 1,954,185.00</b>	<b>\$ 2,097,756.00</b>	<b>\$ 2,518,065.00</b>	<b>\$ 2,361,255.00</b>	<b>\$ 1,261,933.00</b>

*Fuente: Elaboración propia en base a los balances de la empresa*

**Cuadro 13: Evolución histórica de los gastos operativos (En porcentajes)**

Gastos	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018	Dic 2019	Dic 2020
Gastos operativos					
Combustible	23.8%	21.4%	28.6%	25.7%	20.8%
Salarios, beneficios e incentivos	16.7%	16.5%	16.6%	16.6%	32.0%
Servicio a pasajeros	3.9%	3.9%	3.9%	3.8%	3.4%
Instalaciones, aeropuerto y carga	7.2%	6.8%	7.0%	6.7%	7.4%
Distribución y ventas	8.7%	7.9%	7.8%	7.8%	8.8%
Mantenimiento y reparaciones	5.5%	5.2%	4.1%	4.7%	9.6%
Depreciación y Amortización	7.6%	6.6%	17.4%	13.7%	62.7%
Operaciones de Vuelos	4.0%	4.0%	4.0%	3.8%	3.7%
Otros gastos operativos y administrativos	4.2%	3.8%	4.6%	4.4%	9.0%
<b>Gastos operativos totales</b>	<b>88.1%</b>	<b>83.2%</b>	<b>94.0%</b>	<b>87.2%</b>	<b>157.5%</b>

*Fuente: Elaboración propia en base a los balances de la empresa*

Los principales componentes de los gastos operativos de Copa, son el combustible para aeronaves, sueldos, salarios, beneficios y otros gastos de empleados, ventas y distribución e instalaciones aeroportuarias y cargos por manejo. El análisis se realiza hasta diciembre 2020, con el objetivo de comparar el efecto pandemia con la operación desde el año 2016 con el año calendario completo.

El precio que se paga por el combustible para aviones varía significativamente de un país a otro debido principalmente a los impuestos locales. Si bien consumen combustible para aviones en la mayoría de los aeropuertos que transitan, la empresa busca negociar contratos de abastecimiento de combustible con empresas que tienen presencia multinacional para recibir un beneficio de las compras por volumen.

Durante 2020, como resultado de la ubicación de su hub, Copa compró el 57% de su combustible para aviones en Panamá. Actualmente Copa tiene 22 proveedores de combustible para aviones en su red de proveedores. En algunos casos, se transporta combustible en camiones cisterna para minimizar costo, mediante el abastecimiento de combustible en los aeropuertos donde los precios del combustible son más bajos. Los gastos de combustible de aviones son variables y fluctúan según los precios mundiales del petróleo.

Los gastos de mantenimiento, materiales y reparaciones consisten en gastos de reparación de aeronaves y cargos relacionados con el mantenimiento de línea de las aeronaves, incluidos los materiales de mantenimiento y los costos de devolución de la aeronave. A medida que aumenta el uso y transcurren los años de la flota, expiran las garantías y los gastos de mantenimiento aumentan. Se puede percibir el impacto del Covid y por ende la necesidad de la empresa de reducir gastos, con respecto al año 2020 que se reportó gasto operativo por 1,261,933 (En miles de dólares), en comparación a los 2,361,255 del año 2019.

**Cuadro 14: Evolución histórica de los ingresos, costos y gastos (en Millones de USD)**

Detalle	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018	Dic 2019	Dic 2020
Ingresos totales	2219.20	2521.80	2677.60	2707.40	801.00
Costo de ingreso total	816.70	875.00	1062.90	1005.80	303.20
<b>Margen</b>	<b>1402.50</b>	<b>1646.80</b>	<b>1614.70</b>	<b>1701.60</b>	<b>497.80</b>
Total de gastos operativos	1954.20	2083.40	2518.10	2361.30	1261.90
Ingresos Operativos (Perdida)	265.00	438.40	159.60	346.20	-460.90
Ingresos netos	323.40	362.60	88.20	247.00	-607.10

*Fuente: Elaboración propia en base a los balances de la empresa*

Los ingresos se reconocen cuando el control de los bienes o servicios se transfiere al cliente por un monto de contraprestación. La contraprestación recibida o por cobrar se mide teniendo en cuenta los términos de pago definidos contractualmente y excluyendo impuestos o derechos.

Copa tuvo una pérdida neta consolidada en 2020 que ascendió a \$ 607.1 millones, en comparación con una utilidad neta de \$ 247.0 millones en 2019. Además, la empresa sufrió una pérdida operativa consolidada de \$ 460.9 millones en 2020, en comparación con una utilidad operativa de \$ 346.2 millones en 2019. El margen operativo consolidado en 2020 fue -57.5%, con una disminución de 70.3 puntos porcentuales en comparación con 2019. Estos resultados fueron impulsados por fuertes disminuciones en la demanda de pasajeros y reservas como resultado de la pandemia COVID-19 y las restricciones de viaje relacionadas. Los ingresos

disminuyeron a un ritmo mayor que ciertos costos debido a la naturaleza fija de dichos costos y debido a demoras antes de que pudieran realizarse ciertos ahorros de costos.

**Cuadro 15: Métricas clave de la industria vs Copa Holdings (en Millones de USD)**

Copa Holding S.A.	Promedio Industria	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018	Dic 2019	Dic 2020
Ingreso por pasajero por total de Millas	\$0.141	\$0.122	\$0.124	\$0.120	\$0.123	\$0.131
Ingreso por pasajero por asientos disponibles	\$0.084	\$0.098	\$0.103	\$0.100	\$0.104	\$0.104
Total de ingreso por asientos Disponibles	\$0.093	\$0.101	\$0.105	\$0.104	\$0.108	\$0.110
Gasto de combustible por asiento disponible	\$0.022	\$0.024	\$0.024	\$0.029	\$0.028	\$0.023
Gastos Operativos por asientos Disponibles	\$0.143	\$0.088	\$0.087	\$0.098	\$0.094	\$0.173

*Fuente: Elaboración propia en base a los balances de la empresa*

La empresa se enfrenta a una intensa competencia en toda la red de rutas aéreas. Los márgenes de beneficio generales de la industria de las aerolíneas son bajos y las ganancias de la industria son volátiles. Las aerolíneas compiten en las áreas de precios, programación (frecuencia y tiempos de vuelo), desempeño puntual, programas de viajero frecuente y otros servicios. Algunos de los competidores tienen una base de clientes más grande y un mayor reconocimiento de marca en los mercados fuera de Panamá, y algunos de los competidores tienen recursos financieros y de marketing significativamente mayores. Se considera como parte del análisis, que las aerolíneas con base en otros países también pueden recibir subsidios, incentivos fiscales u otras ayudas estatales de sus respectivos gobiernos, que no son proporcionados por el gobierno panameño. Los cambios en nuestras interacciones con nuestros pasajeros o nuestras ofertas de productos podrían afectar negativamente la operación del negocio. Se considera también que el inicio o el aumento del servicio en las rutas que sirve la empresa por parte de los transportistas nuevos o existentes podría afectar negativamente resultados operativos. Del mismo modo, el servicio de la competencia en las rutas que apuntan a la expansión puede hacer que esos planes de expansión sean menos atractivos.

### 3.3 Análisis del resultado no operacional de la empresa

**Cuadro 16: Evolución histórica de gastos no operacionales (En Miles de USD)**

Copa Holding S.A.	2016	2017	2018	2019	2020
Costo financiero	\$ -37,024.00	\$ -35,223.00	\$ -50,825.00	\$ -57,432.00	\$ -73,045.00
Ingreso financiero	\$ 13,000.00	\$ 17,939.00	\$ 23,628.00	\$ 24,405.00	\$ 19,963.00
Ganancia o pérdida en fluctuaciones de divisas	\$ 13,043.00	\$ 6,145.00	\$ -9,398.00	\$ -15,408.00	\$ -8,459.00
derivados	\$ 111,642.00	\$ 2,801.00	\$ -	\$ -	\$ -107,139.00
operativos	\$ -3,982.00	\$ -2,337.00	\$ -239.00	\$ -4,279.00	\$ -1,169.00
<b>Operativos (gastos)</b>	<b>\$ 96,679.00</b>	<b>\$ -10,675.00</b>	<b>\$ -36,834.00</b>	<b>\$ -52,714.00</b>	<b>\$ -169,849.00</b>

*Fuente: Elaboración propia en base a los balances de la empresa*

Los gastos no operativos totalizaron \$ 169,8 millones en 2020, en comparación con los gastos no operativos de \$ 52,7 millones en 2019, según informes de Copa, principalmente debido a una pérdida en derivados de valor razonable y un aumento en el costo financiero.

El costo financiero fue de \$ 73.0 millones en 2020, un aumento del 27.2% sobre el costo financiero de \$ 57.4 millones en 2019, principalmente como resultado de los gastos por intereses relacionados con las notas convertibles que la empresa emitió en 2020.

**Cuadro 17: Evolución histórica de gastos no operacionales (En %)**

Copa Holding S.A.	2016	2017	2018	2019	2020
Costo financiero	-1.7%	-1.4%	-1.9%	-2.1%	-9.1%
Ingreso financiero	0.6%	0.7%	0.9%	0.9%	2.5%
Ganancia o pérdida en fluctuaciones de divisas	0.6%	0.2%	-0.4%	-0.6%	-1.1%
derivados	5.0%	0.1%	0.0%	0.0%	-13.4%
operativos	-0.2%	-0.1%	0.0%	-0.2%	-0.1%
<b>Operativos (gastos)</b>	<b>4.4%</b>	<b>-0.4%</b>	<b>-1.4%</b>	<b>-1.9%</b>	<b>-21.2%</b>

*Fuente: Elaboración propia en base a los balances de la empresa*

Los ingresos financieros dieron un total de \$ 20.0 millones en 2020, una disminución del 18.2% sobre los ingresos financieros de \$ 24.4 millones en 2019 principalmente debido a tasas de interés más bajas.

Otros gastos no operativos totalizaron \$ 1.2 millones en 2020, en comparación con \$ 4.3 millones en 2019, según informes de la empresa, principalmente es debido a los gastos relacionados con las ventas de flota de aviones Embraer.

### 3.4 Análisis de márgenes Copa Holdings

**Cuadro 18: Evolución histórica de los márgenes (En Millones de USD)**

Detalle	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018	Dic 2019	Dic 2020
Ingresos totales	\$ 2,219.20	\$ 2,521.80	\$ 2,677.60	\$ 2,707.40	\$ 801.00
Costo de ingreso total	\$ 816.70	\$ 875.00	\$ 1,062.90	\$ 1,005.80	\$ 303.20
Margen	\$ 1,402.50	\$ 1,646.80	\$ 1,614.70	\$ 1,701.60	\$ 497.80
Total de gastos operativos	\$ 1,954.20	\$ 2,083.40	\$ 2,518.10	\$ 2,361.30	\$ 1,261.90
EBIT	\$ 265.00	\$ 438.40	\$ 159.60	\$ 346.20	\$ -460.90
Ingresos netos	\$ 323.40	\$ 362.60	\$ 88.20	\$ 247.00	\$ -607.10

*Fuente: Elaboración propia en base a los balances de la empresa*

En 2019, aproximadamente el 66,8% de los ingresos se dieron por boletos vendidos a través de canales de distribución de terceros, incluidos los proporcionados por agentes de viajes convencionales, agentes de viajes en línea u operadores turísticos. No es posible asegurar que que la empresa podrá mantener relaciones favorables con estos vendedores terceros de boletos, por lo que los ingresos ingresos podrían verse afectados negativamente si los agentes de viajes u operadores turísticos optan por favorecer a otras aerolíneas.

**Cuadro 19: Evolución histórica de los márgenes de la empresa (En %)**

<b>Detalle</b>	<b>Dic 2016</b>	<b>Dic 2017</b>	<b>Dic 2018</b>	<b>Dic 2019</b>	<b>Dic 2020</b>
Ingresos totales	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
Costo de ingreso total	36.80%	34.70%	39.70%	37.15%	37.85%
Margen	<b>63.20%</b>	<b>65.30%</b>	<b>60.30%</b>	<b>62.85%</b>	<b>62.15%</b>
Total de gastos operativos	88.1%	83.2%	94.0%	87.2%	157.5%
EBIT	11.9%	16.8%	6.0%	12.8%	-57.5%
Ingresos netos	14.6%	14.4%	3.3%	9.1%	-75.8%

*Fuente: Elaboración propia en base a los balances de la empresa*

## **4 Análisis de los activos de la empresa**

En esta sección se realizará un análisis de los activos operacionales y no operacionales de la empresa Copa Holdings, considerando el Capital de Trabajo Operativo Neto, las inversiones y el rendimiento de la industria.

## 4.1 Activos operacionales y no operacionales

**Cuadro 20: Clasificación de activos de la empresa (En millones de USD)**

Detalle	2016	2017	2018	2019	2020	OP	No OP
Efectivo e Inversiones a corto plazo	\$ 814.70	\$ 943.90	\$ 722.40	\$ 851.10	\$ 889.90		X
Total neto - Cuentas por cobrar comerciales	\$ 114.10	\$ 115.60	\$ 116.10	\$ 129.80	\$ 64.60	X	
Total neto - cuentas por cobrar	\$ 114.10	\$ 115.60	\$ 128.60	\$ 142.60	\$ 66.00	X	
Inventario	\$ 74.50	\$ 81.80	\$ 86.50	\$ 69.10	\$ 74.30	X	
Otros activos no corrientes	\$ 7.70	\$ 11.70	\$ 41.90	\$ 121.40	\$ 142.00		X
<b>Total de activos corrientes</b>	<b>\$ 1,069.40</b>	<b>\$ 1,194.60</b>	<b>\$ 1,059.90</b>	<b>\$ 1,234.40</b>	<b>\$ 1,219.40</b>		
Propiedad planta y equipo NETO	\$ 2,623.70	\$ 2,998.60	\$ 3,060.10	\$ 2,823.20	\$ 2,361.80	X	
Activos intangibles NETO	\$ 49.10	\$ 60.70	\$ 80.80	\$ 87.70	\$ 75.20	X	
Total de Activos e inversiones a Largo Plazo	\$ 70.20	\$ 79.60	\$ 60.70	\$ 51.00	\$ 53.00		X
<b>Total de Activos</b>	<b>\$ 3,846.10</b>	<b>\$ 4,422.30</b>	<b>\$ 4,441.90</b>	<b>\$ 4,357.40</b>	<b>\$ 3,853.40</b>		

Fuente: Elaboración propia en base a los balances de la empresa

Durante 2020, el rubro de propiedad planta y equipo, tuvo una baja considerable con respecto al 2019, con un total de 2,361.80, que corresponde venta y entrega de aeronaves, así como la reducción de equipos de la empresa.

Se considera por medio de este informe, que los activos no corrientes (Efectivo restringido, operaciones descontinuadas) no son imprescindibles para la generación de flujos de la empresa, al igual que activos e inversiones a largo plazo, por tanto, no se consideran en el análisis de Capital de trabajo operativo. Si bien la empresa pudo generar una eficiencia en las cuentas por cobrar tanto comerciales como también las cuentas por cobrar en general, disminuyendo desde 129.8, 142,6 hasta un monto de 64.6, 66 respectivamente (en millones de dólares). En el transcurso del año 2020, la empresa busco generar liquidez para compensar el impacto económico del covid,

mediante la venta de equipos y la empresa también emitió deuda por \$350 millones, por medio de un bono al año 2025.

## 4.2 Capital de trabajo operativo neto

**Cuadro 21: CTON de la empresa (En millones de USD)**

<b>Copa Holding S.A.</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Total neto - Cuentas por cobrar comerciales	\$ 114.10	\$ 115.60	\$ 116.10	\$ 129.80
Total neto - cuentas por cobrar	\$ 114.10	\$ 115.60	\$ 128.60	\$ 142.60
Inventario	\$ 74.50	\$ 81.80	\$ 86.50	\$ 69.10
<b>Total de activos corrientes</b>	<b>\$ 1,069.40</b>	<b>\$ 1,194.60</b>	<b>\$ 1,059.90</b>	<b>\$ 1,234.40</b>
Cuentas por pagar	\$ 112.90	\$ 130.00	\$ 139.60	\$ 133.40
Gastos acumulados	\$ 1.00	\$ 61.30	\$ 5.00	\$ 5.60
<b>Total pasivos corrientes</b>	<b>\$ 862.70</b>	<b>\$ 1,164.80</b>	<b>\$ 1,148.80</b>	<b>\$ 997.60</b>
CTON	\$ 206.70	\$ 29.80	\$ -88.90	\$ 236.80
<b>Ingresos Operacionales</b>	<b>\$ 2,219.20</b>	<b>\$ 2,521.80</b>	<b>\$ 2,677.60</b>	<b>\$ 2,707.40</b>
RCTON	9.3%	1.2%	-3.3%	8.7%
<i>Promedio - CTON (2016 - 2019)</i>	\$ 96.10			
<i>Promedio - RCTON (2016 - 2019)</i>	4.0%			

*Fuente: Elaboración propia en base a los balances de la empresa*

De acuerdo al análisis efectuado, se puede notar una variación considerable en el CTON de la empresa desde el año 2016, con un monto en CTON por el orden de los 206.7 millones de dólares, con una caída considerable con respecto a lo reportado para el año 2017 (29.8 millones) y 2018 (-88.9 millones). La empresa reportó en su informe para inversores en el año 2017, un aumento en los pasivos corrientes con respecto al 2016 (con una diferencia de 176.9 millones). Para el año 2018, la empresa reportó una disminución en los activos corrientes por el orden de \$134.7 millones con respecto al periodo anterior, con un aumento en los pasivos corrientes que arrojó un CTON negativo para el periodo.

**Cuadro 22: Clasificación de activos corrientes y totales – Copa Holdings**

Detalle	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Activos Corrientes</b>					
Cuentas por cobrar comerciales netas	114.1	115.6	116.1	129.8	64.6
Total - Cuentas por cobrar netas	114.1	115.6	128.6	142.6	66.0
Total Inventario	74.5	81.8	86.5	69.1	74.3
Otros activos corrientes Total	7.7	11.7	41.9	121.4	142.0
<b>Total Activos Corrientes</b>	<b>1,069.4</b>	<b>1,194.6</b>	<b>1,059.9</b>	<b>1,234.4</b>	<b>1,219.4</b>
Propiedad Planta y Equipo Neto	2,623.7	2,998.6	3,060.1	2,823.2	2,361.8
Neto - Intangibles	49.1	60.7	80.8	87.7	75.2
Otros activos corrientes - Largo Plazo	70.2	79.6	60.7	51.0	53.0
Total en Activos	3,846.1	4,422.3	4,441.9	4,357.4	3,853.4

*Fuente: Elaboración propia en base a los balances de la empresa*

El efectivo, equivalentes de efectivo e inversiones a corto plazo al 31 de diciembre de 2020 aumentaron en \$ 38,7 millones, a \$ 889,9 millones. Según informes y datos de la empresa, parte de la política de financiamiento, gira en torno a satisfacer la necesidad de liquidez con efectivo de las operaciones, efectivo disponible y la utilización de líneas de crédito comprometidas, en caso la empresa llegase a necesitar acceso a mayor liquidez.

El efectivo, equivalente de efectivo y posición de inversión a corto plazo representaron el 111.1% de los ingresos para el año terminado el 31 de diciembre de 2020; 23.1% de los activos totales y 69.3% del patrimonio total al 31 de diciembre de 2020, lo que creemos nos proporciona una adecuada posición de liquidez.

**Cuadro 23: Clasificación de pasivos (En millones de USD)**

Detalle	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Pasivos corrientes</b>					
Cuotas por pagar	\$ 112.90	\$ 130.00	\$ 139.60	\$ 133.40	\$ 66.40
Gastos Acumulados	\$ 1.00	\$ 61.30	\$ 5.00	\$ 5.60	\$ 3.30
Deuda a corto plazo	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Puerto actual. de deuda a largo plazo / arrendamientos de capital	\$ 222.70	\$ 405.40	\$ 414.40	\$ 215.00	\$ 211.60
<b>Total pasivos corrientes</b>	<b>\$ 862.70</b>	<b>\$ 1,164.80</b>	<b>\$ 1,148.80</b>	<b>\$ 997.60</b>	<b>\$ 813.40</b>
Total en Deuda a largo plazo	\$ 961.40	\$ 1,166.20	\$ 1,248.50	\$ 1,145.00	\$ 1,182.90
Total en en Deuda	\$ 1,184.10	\$ 1,571.60	\$ 1,662.90	\$ 1,360.00	\$ 1,394.40
Otros pasivos totales	\$ 134.80	\$ 187.90	\$ 199.00	\$ 236.40	\$ 551.40
<b>Total en Pasivos</b>	<b>\$ 2,003.80</b>	<b>\$ 2,571.30</b>	<b>\$ 2,645.30</b>	<b>\$ 2,422.50</b>	<b>\$ 2,569.80</b>

Fuente: Elaboración propia en base a los balances de la empresa

En los últimos años, la empresa ha podido cumplir con los requisitos de capital de trabajo a través del efectivo en las operaciones. Sin embargo, como resultado del impacto de COVID-19, en 2020 experimentamos una salida de efectivo neta operativa de \$ 779,6 millones. Para mantener su posición de liquidez, reiteramos que la empresa emitió deuda en forma de emisión de bono convertible por un monto de \$ 350.0 millones.

La capacidad para satisfacer las necesidades de liquidez de la empresa en el futuro está sujeta a numerosos riesgos e incertidumbres, incluidos los niveles de reembolsos en efectivo de los depósitos de los clientes, su capacidad para reducir los costos laborales, el resultado de las negociaciones contractuales con los proveedores y si aceptamos la entrega de aviones de conformidad. Además, según datos actualizados a nivel de la economía regional, si los niveles de tráfico aéreo no se recuperan a niveles pre pandemia, o si llega a haber otros cierres en fronteras, es posible que no puedan mantener suficiente liquidez para costear las operaciones sin acceder a financiamiento que cada vez representa un mayor costo, dado el riesgo de la industria en general y la dependencia de viajes internacionales, turismo tanto de ocio como de negocios.

La empresa depende principalmente de los flujos de efectivo de las operaciones para proporcionar capital de trabajo para las operaciones actuales y futuras. Los flujos de efectivo netos proporcionados por las actividades operativas para el año terminado el 31 de diciembre de 2020, fueron una entrada de efectivo operativa neta de \$ 5.3

millones, con una disminución en comparación con una entrada de efectivo operativa neta de \$ 784.9 millones en 2019. La principal fuente de efectivo son los recibos por la venta de boletos a los clientes, que para el año terminado el 31 de diciembre de 2020 disminuyó en \$ 1,958.8 millones con respecto a los recibos en el año 2019.

### **4.3 Inversiones Históricas de Copa Holding S.A.**

De acuerdo con los datos de los balances de Copa Holdings, podemos observar que en promedio la empresa mantuvo un nivel de inversión por el orden del 9% (respecto a los años 2017 al 2019) como porcentaje de los ingresos de la empresa (en miles de USD), el cual tuvo un aumento considerable para el año 2020 a un 32% de los ingresos operacionales de la empresa, a causa de la pandemia COVID-19.

### **4.4 Análisis de crecimiento de la industria**

La industria aérea se considera el sector más dinámico de las empresas turísticas, pionera en procesos, sistemas de gestión y nuevas tecnologías que facilitan a los viajeros y brindan oportunidades a los destinos turísticos para crecer y apoyar a las comunidades generando desarrollo. Si bien el año 2016 fue un año importante por un auge considerable en la industria, apoyados por el rol de las agencias de viaje y el auge del uso de la tecnología para reservar paquetes, vuelos e intercambiar experiencias por medios sociales, se tuvo un aumento importante hasta el año 2018, donde el mundo empezó a sentir una desaceleración económica con respecto a periodos anteriores. En los datos siguientes explicamos las métricas operativas para entender un poco mejor como ha ido evolucionando el rendimiento de las aerolíneas principales sujetas del análisis.

## Métricas Operativas de la Industria

**Cuadro 24: Clasificación de pasivos (En millones de USD)**

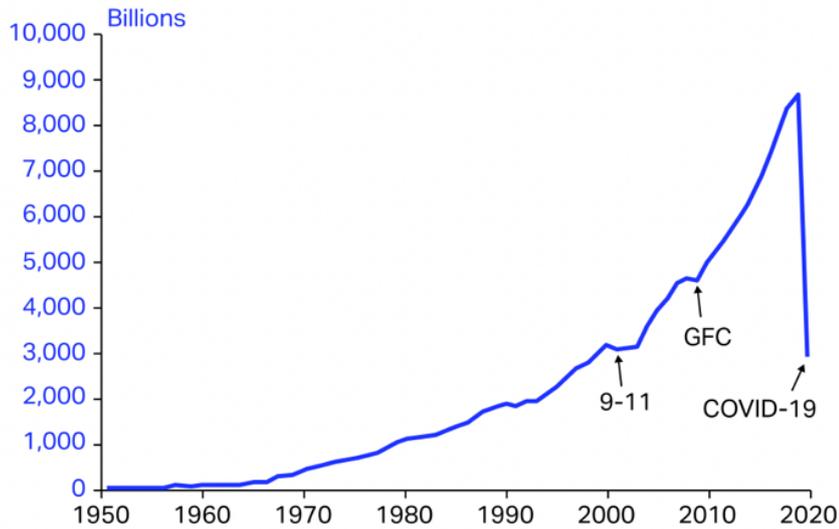
<b>Copa Holding S.A.</b>	<b>Dic 2016</b>	<b>Dic 2017</b>	<b>Dic 2018</b>	<b>Dic 2019</b>	<b>Dic 2020</b>
RPK - Copa Holdings	28,469	32,048	34,647	34,284	9,353
<b>% del Total de América Latina RPK</b>	<b>8%</b>	<b>9%</b>	<b>9%</b>	<b>8%</b>	<b>2%</b>
RPK - Latam Airlines	113,626.90	155,962.70	119,077.40	124,521.10	42,624.40
<b>% del Total de América Latina RPK</b>	<b>33%</b>	<b>43%</b>	<b>31%</b>	<b>31%</b>	<b>11%</b>
RPK - Avianca Holdings	38,233	40,243	43,730	44,457	10,658
<b>% del Total de América Latina RPK</b>	<b>11%</b>	<b>11%</b>	<b>11%</b>	<b>11%</b>	<b>3%</b>
<b>Trafico de pasajeros - América Latina</b>	<b>349,064.10</b>	<b>360,644.80</b>	<b>382,635.10</b>	<b>403,981.90</b>	<b>378,546.10</b>

*Fuente: Datos de la industria de transporte aéreo - IATA*

Utilizamos como referencia la métrica operativa de RPK (Ingreso por KM de pasajeros), para analizar la participación de las empresas Copa Holdings, Avianca y Latam Airlines en el mercado de América Latina, considerando los indicadores de la industria para los años 2016 al 2020 podemos mencionar que si bien los datos generales del mercado se comportan relativamente similar en el periodo, con el máximo resultado en el año 2019, con un total de 403,981.90, no tuvo un impacto significativo en periodo de pandemia (2020). Cabe aportar, que la empresa Latam Airlines llegó a ocupar el 43% del total de RPK en el año 2017, con una disminución del 12% para el año 2018, que luego en el 2020 bajó a su mínimo histórico de 11%.

Si bien la empresa Copa Holdings no es la mayor aerolínea de la región, se reporta una participación del 8 % en promedio para los años 2016 al 2019, con respecto al total de RPK para el periodo.

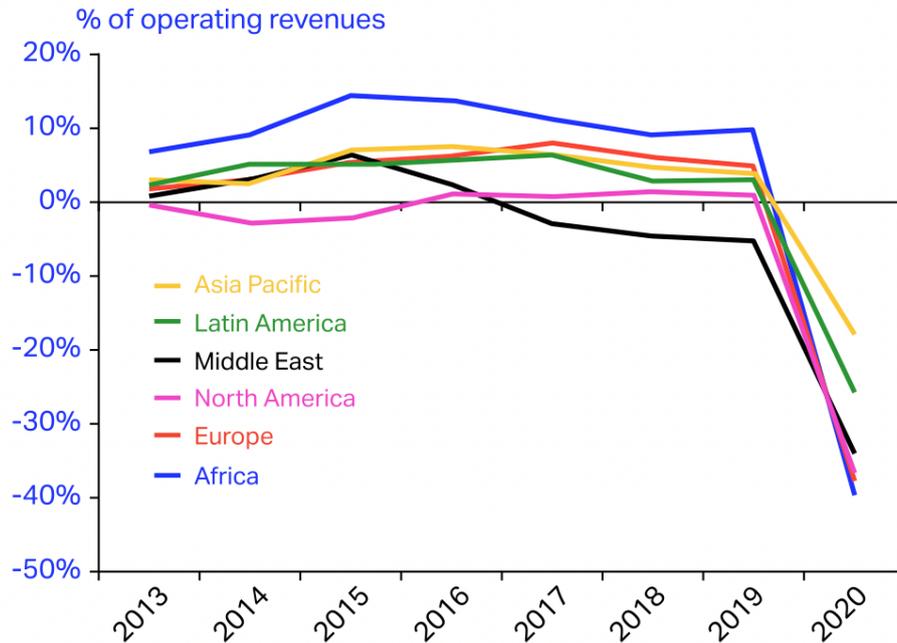
**Gráfico 9 – Ingresos por kilómetro de pasajero en datos globales (RPKs)**



Fuente: Datos globales de la IATA (Informe de la industria 2020)

Si bien ya hemos analizado el impacto de la pandemia para Copa Holdings, el mercado de América Latina no escapa ileso del impacto regional. Para el año 2020, la pandemia de COVID-19 provocó el mayor impacto en los viajes aéreos y la industria de la aviación desde la Segunda Guerra Mundial. Anteriormente, los impactos adversos en la aviación de los ataques terroristas del 11 de septiembre y la crisis financiera mundial de 2007-08 se consideraban dramáticos; pero ninguno tuvo un impacto que se compare con lo que se estima que será una disminución del 66% en los ingresos globales por pasajeros-kilómetros (RPK) en 2020

**Gráfico 10 – Ingresos por kilómetro de pasajero por mercados domesticos (RPKs), como porcentaje de ingresos operativos**



Fuente: Datos globales de la IATA (Informe de la industria 2020)

Bajo una perspectiva global, China ha sido una excepción a los ingresos mermados por la baja en el tráfico global. La pronta recuperación de su mercado interno ha jugado un papel importante en la recuperación de las aerolíneas chinas. Los rendimientos fueron bajos ya que estas aerolíneas buscaron estimular la demanda, pero a medida que se acerca el fin de año, la mayoría de las aerolíneas chinas han vuelto al punto de equilibrio y están generando flujos de efectivo positivos. Las aerolíneas en toda la región de Asia y el Pacífico se han beneficiado de los sólidos ingresos por carga porque prestan servicios a la desproporcionada variedad de plantas de fabricación y ensamblaje de la región. Otras regiones no se han beneficiado del resurgimiento de los mercados nacionales o de los prósperos mercados de carga de un tamaño suficiente para compensar el colapso de los ingresos por pasajeros internacionales.

## 5 PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS

En esta sección, realizaremos una proyección de los resultados de la empresa Copa Holdings S.A., para el segundo semestre del 2021 y del año 2022 al año 2025, resaltando que los años 2020 y 2021 tuvieron un impacto considerable en toda la industria de la aviación, turismo y viajes en general, dadas las restricciones de viajes y cierre de fronteras por la pandemia. Según nuestras estimaciones la empresa proyecta volver a los ingresos generados prepandemia en un mínimo de 3 años para recuperación, considerando los informes, perspectivas de crecimiento de la empresa que pudimos recopilar a través de reportes de la empresa, fuentes y artículos periodísticos citados.

### 5.1 Ingresos operacionales proyectados

Para analizar a cabalidad el potencial de ingresos de la empresa, presentamos 2 cuadros que corresponden a la proyección desde el segundo semestre del año 2021 (julio – diciembre 2021) con otro cuadro que corresponde al total proyectado para el año completo (enero – diciembre 2021), esto con el objetivo de agregar un cuadro con los porcentajes de crecimiento por año desde el 2021 al 2025.

**Cuadro 25: Clasificación de pasivos (En millones de USD)**

Ingresos en US\$ Miles	2021-2S	2022	2023	2024	2025
Ingresos Pasajeros (US\$ millones)	\$ 1,133,382.50	\$ 2,302,216.48	\$ 2,532,438.12	\$ 2,785,681.93	\$ 3,064,250.13
Otros Ingresos	\$ 31,623.00	\$ 81,588.60	\$ 89,747.46	\$ 98,722.21	\$ 108,594.43
Ingresos Cargo	\$ 9,676.50	\$ 29,889.58	\$ 32,878.53	\$ 36,166.39	\$ 39,783.02
Total ingresos	\$ 1,174,682.00	\$ 2,413,694.65	\$ 2,655,064.12	\$ 2,920,570.53	\$ 3,212,627.58

*Fuente: Elaboración propia en base a los balances de la empresa*

Para el calculo de los ingresos proyectados para el segundo semestre del año 2021 se considera el levantamiento gradual de las restricciones que viene desde el mes de Agosto 2021 a nivel de Panamá y la región, algunos países con mayor rapidez que otros. *Fuente: Reporte de Copa Holdings a inversores (Copa Holdings, 2021)*

El resultado del segundo semestre nos brindo un aumento en el ingreso operativo positivo que nos refleja que para el mes de diciembre la empresa puede llegar generar ingresos por 1,174,682.00 (en miles de USD) en total contando todos los segmentos de ingresos por carga y otros ingresos, lo cual representa para el año 2021 un 108% de crecimiento vs el periodo más grave de pandemia del año 2020, lo cual corresponde al levantamiento de restricciones por pandemia, los indicios de recuperación inicial del trafico de la industria y los planes agresivos de la empresa para recuperar los flujos perdidos. Fuente: Entrevista al CEO – Pedro Heilbron, durante el ALTA Airline Leaders Forum 2021. (Excelencias News Panama, 2021)

Para el año 2022, la empresa plantea un programa agresivo de venta de boletos aereos con alianzas interinstitucionales, considerando incentivos del gobierno en impuestos de combustible y beneficios fiscales especiales para empresas turisticas, esto añadiendo el optimismo del CEO con respecto a las acciones que realiza la empresa para mejorar las proyecciones. Se considera también que para el primer semestre de 2022, inician las operaciones de la Terminal 2 del Aeropuerto Nacional de Tocumen, por lo que se esperan recibir más de 23 millones de pasajeros por año. Fuente: Asamblea Nacional Noticias: Terminal 2 del Aeropuerto de Tocumen en su recta final. (Asamblea Nacional de Panamá, 2019)

#### **Cuadro 26: Ingresos proyectados (En miles de USD)**

Ingresos en US\$ Miles	2021-2S	2022	2023	2024	2025
Ingresos Pasajeros (US\$ millones)	\$ 1,133,382.50	\$ 2,302,216.48	\$ 2,532,438.12	\$ 2,785,681.93	\$ 3,064,250.13
Otros Ingresos	\$ 31,623.00	\$ 81,588.60	\$ 89,747.46	\$ 98,722.21	\$ 108,594.43
Ingresos Carga	\$ 9,676.50	\$ 29,889.58	\$ 32,878.53	\$ 36,166.39	\$ 39,783.02
Total ingresos	\$ 1,174,682.00	\$ 2,413,694.65	\$ 2,655,064.12	\$ 2,920,570.53	\$ 3,212,627.58

*Fuente: Elaboración propia en base a los balances de la empresa*

Para este análisis en la proyección de ingresos, hemos considerado los factores clave en la recuperación del tráfico aéreo con los informes de la empresa donde se muestran optimistas en cuanto a la recuperación gradual de los ingresos. Para el año 2022, estimamos que la empresa va a aumentar un 45% aproximadamente sus ingresos vs el periodo 2021, que ya había sido afectado por los efectos de la pandemia para el primer semestre del año. A partir del año 2023 al 2025 proyectamos que la empresa va a tener un crecimiento anual del 10%

aproximadamente para llegar a la meta en ingresos a los niveles pre pandemia en el año 2023, proyección que sustentamos por la recuperación de segmentos de turismo de ocio, la flexibilidad en políticas laborales que permiten a empleados trabajar de forma remota en diferentes ciudades de menor costo en Latinoamérica, tráfico regional y la reanimación del hub de las Americas, considerando la puesta en marcha de operaciones de la Terminal 2 del aeropuerto nacional. Fuente: El Espectador Colombia: Copa Airlines ha recuperado el 70% de las rutas que tenía antes del COVID-19 (El Espectador Colombia, 2021)

**Cuadro 27: Crecimiento de los Ingresos (En porcentaje)**

Ingresos por año	2021	2022	2023	2024	2025
Ingresos Pasajeros (Porcentaje)	108.75%	45.00%	10.00%	10.00%	10.00%
Otros Ingresos	167.92%	45.00%	10.00%	10.00%	10.00%
Ingresos Cargo	6.22%	45.00%	10.00%	10.00%	10.00%

*Fuente: Elaboración propia en base a los balances de la empresa*

Para el año 2023, consideramos que la empresa va a continuar un ritmo positivo de crecimiento por el orden del 10% aproximadamente sustentado por las proyecciones de la empresa con la recuperación de tráfico regional, considerando también el aumento de sillas disponibles por la llegada de nuevas aeronaves con mayor capacidad con menor consumo. Lo anterior siendo muy conservadores en la proyección, ya que la empresa plantea recuperar los niveles de ingresos pre covid en el año 2022 según comunicados del CEO y el plan agresivo de alianzas para recuperar tráfico. Para el año 2024, se mantendrá en un 10% con , periodo en el cual se proyectamos recuperar el ritmo pre pandemia de acuerdo a nuestro análisis. Para el año 2025, la empresa va a mantener los resultados obtenidos en el año 2024 a perpetuidad sin crecimiento.

## 5.2 Costos y gastos operacionales proyectados

Para la proyección de los costos y gastos administrativos se consideraron supuestos conservadores, dado que la empresa fue muy eficiente en bajar los costos a nivel de medidas de mitigación por pandemia y plantea la misma eficiencia con un enfoque en generación de ingresos, maquinaria y conservar en la medida de las posibilidades, una contención de gastos de acuerdo a las medidas tomadas anteriormente.

**Cuadro 28: Crecimiento de los Ingresos (En porcentaje)**

Costos+ GAV en US\$ Mile	2021-2S	2022	2023	2024	2025
Combustible	\$ 256,377.20	\$ 546,099.00	\$ 573,403.95	\$ 602,074.15	\$ 632,177.85
incentivos	\$ 167,906.30	\$ 387,078.00	\$ 425,785.80	\$ 468,364.38	\$ 515,200.82
Servicio a pasajeros	\$ 39,222.50	\$ 83,958.20	\$ 92,354.02	\$ 101,589.42	\$ 111,748.36
aeropuerto y carga	\$ 69,919.20	\$ 151,745.60	\$ 166,920.16	\$ 183,612.18	\$ 201,973.39
Distribución y Ventas	\$ 81,487.40	\$ 177,053.80	\$ 194,759.18	\$ 214,235.10	\$ 235,658.61
reparaciones	\$ 49,220.10	\$ 113,829.80	\$ 125,212.78	\$ 137,734.06	\$ 151,507.46
Amortización	\$ 89,386.10	\$ 230,639.40	\$ 253,703.34	\$ 279,073.67	\$ 306,981.04
Operaciones de Vuelo	\$ 55,593.60	\$ 173,688.33	\$ 191,057.17	\$ 210,162.88	\$ 231,179.17
administrativos	\$ 40,107.80	\$ 86,221.20	\$ 94,843.32	\$ 104,327.65	\$ 114,760.42
<b>Total</b>	<b>\$ 849,220.20</b>	<b>\$ 1,950,313.33</b>	<b>\$ 2,118,039.72</b>	<b>\$ 2,301,173.49</b>	<b>\$ 2,501,187.13</b>

*Fuente: Elaboración propia en base a los balances de la empresa*

Para el año 2021, se proyecta un aumento del 60% con respecto al periodo 2020, en el gasto de combustible por la reactivación de mayores rutas y disponibilidad de aeronaves. La empresa realizó ajustes considerables a nivel de planilla, personal de servicios y gastos de mantenimiento, por lo que se proyecta una disminución en el nivel de gastos de acuerdo al plan de la empresa para la recuperación de los flujos. Para el año 2022, se proyecta que la empresa podrá recuperar los niveles en gastos y presupuestos considerando las expectativas en crecimiento y que la empresa necesita enfocarse en recuperar tráfico para mejorar el flujo de caja y recuperar la confianza del mercado. Fuente: Martes Financiero: El plan de vuelo de Copa Airlines busca reforzar la economía y el turismo panameño. (Martes Financiero, 2021)

A continuación presentamos nuestras estimaciones en el porcentaje de crecimiento (aproximado) de los gastos.

**Cuadro 29: Crecimiento de los costos y GAV (En porcentaje)**

<b>Crecimiento Costos y GAV</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>
Combustible	60.70%	103.83%	5.00%	5.00%	5.00%
Incentivos	-22.71%	95.39%	10.00%	10.00%	10.00%
Servicio a pasajeros	-2.65%	212.85%	10.00%	10.00%	10.00%
aeropuerto y carga	68.46%	51.30%	10.00%	10.00%	10.00%
Distribución y Ventas	37.78%	82.54%	10.00%	10.00%	10.00%
reparaciones	-10.71%	65.67%	10.00%	10.00%	10.00%
Amortización	-26.20%	20.51%	10.00%	10.00%	10.00%
Operaciones de Vuelo	38.14%	318.73%	10.00%	10.00%	10.00%
administrativos	-5.06%	26.18%	10.00%	10.00%	10.00%

*Fuente: Elaboración propia en base a los balances de la empresa*

Para los años siguientes, dada la recuperación del PIB del mercado latinoamericano y la reactivación del turismo, se preve un aumento considerable en los costos y gastos de la empresa, en especial gastos de combustible, depreciación y amortización.

### 5.3 Resultado no operacional proyectado

A nivel del resultado no operacional, se considera que la industria de por si tiene costos financieros elevados al momento de adquirir deuda e instrumentos financieros como el leasing.

**Cuadro 30: Resultado no operacional (En Miles de USD)**

En US\$ Miles	2021-1S	2021-2S	2022	2023	2024	2025
Costo financiero	\$ (36,443.00)	\$ (22,023.20)	\$ (45,126.00)	\$ (40,613.40)	\$ (42,869.70)	\$ (47,156.67)
Ingreso financiero	\$ 5,598.00	\$ 9,518.55	\$ 19,787.00	\$ 17,808.30	\$ 16,027.47	\$ 17,874.26
fluctuaciones de divisas	\$ (2,573.00)	\$ (1,404.50)	\$ (2,815.40)	\$ (2,956.17)	\$ (3,103.98)	\$ (2,958.52)
derivados	\$ 18,235.00	\$ (15,242.70)	\$ 2,992.30	\$ -	\$ -	\$ 1,460.80
Otros ingresos (gastos) no operativos	\$ (559.00)	\$ (2,451.80)	\$ (2,709.25)	\$ (2,844.71)	\$ (2,986.95)	\$ (3,136.30)
<b>Operativos (gastos)</b>	<b>\$ (15,742.00)</b>	<b>\$ (31,603.65)</b>	<b>\$ (27,871.35)</b>	<b>\$ (28,605.98)</b>	<b>\$ (32,933.16)</b>	<b>\$ (33,916.43)</b>

*Fuente: Elaboración propia en base a los balances de la empresa*

De acuerdo con informes de la empresa, la situación del Covid hizo que los costos financieros se elevaran dado el riesgo de la industria y las restricciones. Se proyecta una reducción para el año 2022, considerando que la empresa no prevee realizar grandes inversiones o reemplazar gran cantidad de equipos para este periodo. Para el año 2023, dado el aumento en los ingresos y la capacidad operativa, se prevee nuevas entregas de aeronaves bajo el contrato con la empresa proveedora, por lo que la empresa deberá amortizar deuda y buscar nuevas alternativas con el menor costo financiero posible.

## 5.4 Impuesto corporativo proyectado

**Cuadro 31: Impuesto corporativo proyectado (En miles de USD)**

En US\$ Miles	2021-1S	2021-2S	2022	2023	2024	2025
Impuestos por ingresos (Gasto)	\$ 101.00	\$ (73,464.54)	\$ (108,877.49)	\$ (127,104.60)	\$ (146,615.97)	\$ (169,381.01)

Fuente: Elaboración propia en base a los balances de la empresa

Para calcular los impuestos corporativos de la empresa Copa Holdings, consideramos toda la proyección de ingresos y la tasa impositiva (25%) para el cálculo del impuesto desde el segundo semestre del año 2021 hasta el año 2025, de acuerdo con los datos reflejados en los estados de resultado proyectados para el periodo establecido.

## 5.5 Estado de resultados proyectado

**Cuadro 32: Estado de Resultados Proyectado (En miles de USD)**

En US\$ Miles	2021-1S	2021-2S	2022	2023	2024	2025
Ingresos operativos						
Ingresos por pasajeros	\$ 454,353.00	\$ 1,133,382.50	\$ 2,302,216.48	\$ 2,532,438.12	\$ 2,785,681.93	\$ 3,064,250.13
Ingreso por cargo y correos	\$ 24,645.00	\$ 31,623.00	\$ 81,588.60	\$ 89,747.46	\$ 98,722.21	\$ 108,594.43
Otros ingresos operativos	\$ 10,937.00	\$ 9,676.50	\$ 29,889.58	\$ 32,878.53	\$ 36,166.39	\$ 39,783.02
<b>Total</b>	<b>\$ 489,935.00</b>	<b>\$ 1,174,682.00</b>	<b>\$ 2,413,694.65</b>	<b>\$ 2,655,064.12</b>	<b>\$ 2,920,570.53</b>	<b>\$ 3,212,627.58</b>
Gastos operativos totales	\$ 558,279.00	\$ 849,220.20	\$ 1,950,313.33	\$ 2,118,039.72	\$ 2,301,173.49	\$ 2,501,187.13
<b>EBIT</b>	<b>\$ (68,344.00)</b>	<b>\$ 325,461.80</b>	<b>\$ 463,381.32</b>	<b>\$ 537,024.40</b>	<b>\$ 619,397.04</b>	<b>\$ 711,440.45</b>
Total de ingresos no operativos (Gastos)	\$ (15,742.00)	\$ (31,603.65)	\$ (27,871.35)	\$ (28,605.98)	\$ (32,933.16)	\$ (33,916.43)
Ganancias antes de impuestos	\$ (84,086.00)	\$ 293,858.15	\$ 435,509.97	\$ 508,418.42	\$ 586,463.88	\$ 677,524.02
Impuestos	\$ 101.00	\$ (73,464.54)	\$ (108,877.49)	\$ (127,104.60)	\$ (146,615.97)	\$ (169,381.01)
<b>Total neto (Ganancia o Pérdida)</b>	<b>\$ (83,985.00)</b>	<b>\$ 220,393.61</b>	<b>\$ 326,632.48</b>	<b>\$ 381,313.81</b>	<b>\$ 439,847.91</b>	<b>\$ 508,143.02</b>

Fuente: Elaboración propia en base a los balances de la empresa

Para la elaboración de los estados de resultados proyectados para el periodo 2021 al 2025, se tomó en consideración los planes de expansión y recuperación de cartera que la empresa ya inició a ejecutar en el segundo semestre del año 2021, en aras de recuperar los ingresos obtenidos en periodo pre pandemia. Las proyecciones de ingresos y gastos van se presentan de acuerdo a lo sustentado, principalmente el aumento en ingresos por el orden del 10% para los años 2023 al 2025. La empresa deberá aumentar su capacidad y equipo en la medida del comportamiento y recuperación de los flujos. Se proyecta un resultado operativo positivo para los años 2022 al año 2025, donde la empresa podrá generar flujo positivo y retomar el ritmo de crecimiento.

### **Supuestos utilizados**

Con respecto a los supuestos, se analizaron los promedios historicos para años anteriores a la pandemia, se analizaron las métricas clave y los reportes de la empresa para obtener un marco de referencia y a través de ese marco, considerar el impacto que puede tener el plan de reactivación de la empresa, la capacidad, el equipo y las inversiones que se preven para los periodos siguientes, considerando también que el ritmo de creciendo si bien será positivo, tomará un tiempo considerable.

## 5.6 Estado de Resultados Proyectado Porcentual

**Cuadro 33: Estado de Resultados Proyectado (En porcentajes)**

En US\$ Miles	2021-2S	2022	2023	2024	2025
Ingresos por pasajeros	96.48%	95.38%	95.38%	95.38%	95.38%
Ingreso por cargo y correos	2.69%	3.38%	3.38%	3.38%	3.38%
Otros ingresos operativos	0.82%	1.24%	1.24%	1.24%	1.24%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
<b>Gastos operativos</b>					
<b>Gastos operativos totales</b>	<b>72.29%</b>	<b>80.80%</b>	<b>79.77%</b>	<b>78.79%</b>	<b>77.85%</b>
Ingreso no Operativo					
<b>Total de ingresos no operativos (Gastos)</b>	<b>-2.69%</b>	<b>-1.15%</b>	<b>-1.08%</b>	<b>-1.13%</b>	<b>-1.06%</b>
<b>Total</b>	<b>25.02%</b>	<b>18.04%</b>	<b>19.15%</b>	<b>20.08%</b>	<b>21.09%</b>

**Fuente: Elaboración propia en base a los balances de la empresa**

Los costos y gastos con mayor relevancia, con respecto a los ingresos, son los gastos de combustible, salarios y la depreciación y amortización, que para la industria son los gastos más importantes, considerando el modelo de negocio de la empresa de transporte de pasajeros que requiere la inversión en combustible con precios altamente volátiles de acuerdo al mercado, como también se pueden mencionar gastos de distribución y ventas, que representan casi más del 7% de los ingresos de la empresa.

De acuerdo a nuestro análisis sobre los costos y gastos proyectados de la empresa, se toma en consideración el plan de reposición de aeronaves que ha mantenido la empresa desde la firma de contrato de adquisición de 61 aeronaves de último modelo, la empresa plantea generar ahorros de

combustible por el orden del 14-16% debido a la mejora en la eficiencia en el consumo de combustible, lo que permite a la empresa reducir costos y mejorar margen de ganancia. La empresa plantea que para el año 2023, contará con un total de 34 aviones Max 9, de un total de 99 aviones, lo que corresponde a un 34% del total. Fuente: (Hosteltur, 2015); (Aereo, 2022)

Hemos realizado una comparación de los márgenes históricos de la empresa desde el año 2016 al 2019 vs los márgenes proyectados para el periodo correspondiente al 2022 al 2025, realizando un promedio entre ambos periodos con resultados netos, obteniendo un resultado de 10.4% a nivel histórico y un promedio de 19.59% para el periodo proyectado, con una diferencia de 9.19%, justificado por las políticas de contención del gasto y eficiencia presupuestaria que ha implementado la empresa a causa del covid-19.

## 6 PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE

### 6.1 Inversión en reposición

Según datos e informes de la empresa, los gastos de capital consisten principalmente en compras de aeronaves, las cuales se financian mediante una combinación de efectivo de operaciones y distintos tipos de financiamiento a plazos. De vez en cuando, se financian los pagos de pre-entrega relacionados con aeronaves con financiamiento a corto o mediano plazo en forma de préstamos bancarios comerciales o bonos colocados de forma privada con bancos comerciales, así como también la empresa recurre a un cronograma de pre-entrega diferido con el fabricante de la aeronave.

Dada la importancia del análisis sobre el estado de la industria como resultado de la pandemia de COVID-19, reiteramos que el financiamiento de la aviación se ha vuelto mucho más difícil y costoso, por lo que puede afectar la proyección de flujos de caja libres, activos corrientes y la operación en general. Por lo tanto, no es posible asegurar que la empresa podrá continuar obteniendo financiamiento de fuentes pasadas, o de otras fuentes, en términos comparables a nuestro financiamiento existente o las ofertas que fueron obtenidas en el pasado, bajo otras circunstancias.

**Cuadro 34: Estimación de adquisición de aeronaves Copa Holdings**

Tipo de aeronave	2021	2022	2023	2024	2025
737-800	67	62	53	42	41
737-MAX	15	20	28	36	45
Total	82	82	81	78	86

**Fuente: Reportes de la empresa a inversores**

Durante el periodo 2020 - 2021, la empresa realizó ventas de aviones Embraer 190, que salieron de la flota como parte de contratos de venta acordados con terceros. Al 30 de junio de 2021, quedaba una aeronave Embraer 190 pendiente de entregarse al comprador.

Excluyendo los aviones clasificados como activos mantenidos para la venta, e incluyendo los aviones en almacenamiento temporal, Copa Holdings cerró el trimestre al 31 de junio de 2021, con una flota consolidada de 81 aviones - 68 Boeing 737-800s y 13 Boeing 737 MAX 9s, en comparación con una flota total de 102 aviones a finales del primer trimestre de 2020.

**Cuadro 35: Estimación de inversión en reposición – Copa Holdings**

En US\$ Miles	2021	2022	2023	2024	2025	2025
Depreciación y Amortización	\$ (208,362.10)	\$ (230,639.40)	\$ (253,703.34)	\$ (279,073.67)	\$ (306,981.04)	\$ (306,981.04)

*Fuente: Elaboración propia en base a los balances de la empresa*

Para estimar la inversión en reposición de la empresa Copa Holdings, al no obtener datos reales sobre el costo de cada aeronave con el contrato con proveedores, se realizó un análisis a la depreciación y amortización histórica de la empresa, para estimar los valores de inversiones en reposición para el periodo que comprende 2021 al 2025. Se considera que la empresa tiene contrato con el proveedor desde hace varios años, el cual incluye una renovación de flota periódica y estimada a través de la depreciación y amortización.

## 6.2 Nuevas inversiones de capital

**Cuadro 36: Estimación de inversiones de capital– Copa Holdings**

Copa Holding S.A.	2021	2022	2023	2024	2025
Total en inversiones	\$ (93,761.00)	\$ (103,137.10)	\$ (113,450.81)	\$ (121,392.37)	\$ -

*Fuente: Elaboración propia en base a los balances de la empresa*

Para estimar las nuevas inversiones de capital para el periodo de 2021 al 2024,

considerando que la situación de la industria de viajes va a continuar el proceso de recuperación de tráfico aéreo, se analizó el monto de inversión para el año 2021 por el orden de \$93,761.00 (Miles de USD), con sustento en que consideramos que la empresa plantea mantener el ritmo de inversión para el periodo 2021 por ajustes y proyecciones en recuperación por pandemia. Considerando que la empresa Copa Holdings plantea recuperar los flujos pre pandemia, se proyecta una inversión de 103,137.10 (Miles de USD) con un crecimiento del 10% vs el periodo anterior. Esta proyección de aumento del 10% para los periodos siguientes del 2022 al 2024 tiene sustento en las labores de la empresa acordes a la proyección de ingresos y el compromiso en la adquisición de las aeronaves MAX 9. Para el año 2025 no se plantean realizar nuevas inversiones.

### 6.3 Liberación de capital de trabajo operativo neto

**Cuadro 37: Estimación de inversiones de capital– Copa Holdings**

Copa Holding S.A.	2021	2022	2023	2024
Total de activos corrientes	\$ 1,139.58	\$ 1,196.55	\$ 1,136.73	\$ 1,250.40
Total pasivos corrientes	\$ 1,043.48	\$ 1,095.65	\$ 1,205.21	\$ 1,217.27
CTON	\$ 96.10	\$ 100.91	\$ (68.49)	\$ 33.13
Ingresos Operacionales	\$ 1,664.62	\$ 2,413.69	\$ 2,655.06	\$ 2,920.57
RCTON	5.8%	4.2%	-2.6%	1.1%
2019)	96.1			
2019)	4.0%			

*Fuente: Elaboración propia en base a los balances de la empresa*

De acuerdo con el histórico del Capital Operativo Neto de la empresa Copa Holdings desde el año 2016 se observó un promedio del CTON del 96.1 (millones de USD) y un RCTON del 4.00%, se proyecta un aumento a nivel de Activos corrientes en un 5% para el año 2022, estimando que la empresa puede utilizar flujos por ingresos e inversiones a corto plazo para continuar su plan de inversiones por la recuperación favorable a los activos vendidos durante el periodo anterior como efectos de la pandemia. Se considera una disminución en activos corrientes del 5% tomando en cuenta las inversiones en efectivo que realiza la empresa en su plan de reposición y adquisición de activos, infraestructura y equipos. Los pasivos corrientes se proyectan en aumento de acuerdo a las necesidades de capital de la empresa, cumpliendo de

esta forma el plan de expansión que planteado. Para el año 2023 se considera una liberación de CTON por el orden de \$68.49 (Millones de USD) por ajustes de la empresa a nivel de gastos y planes de re apertura de rutas aéreas, modernización de flota y fortalecimiento de filiales. Para el año 2024, dado que es el año donde el crecimiento empieza a ser constantes, se prevee mantener el nivel del CTON.

**Cuadro 38: Estimación del CTON – Copa Holdings**

Copa Holding S.A.	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Ingresos	1,664,617.0	2,413,694.7	2,655,064.1	2,920,570.5	3,212,627.6	3,212,627.6
RCTON proyectado (%)	5.8%	4.2%	-2.6%	1.1%	1.0%	1.0%
CTON proyectado	96.1	100.9	68.5	33.1	33.1	33.1
Variación CTON	4.8	169.4	101.6	0.0	0.0	

*Fuente: Elaboración propia en base a los balances de la empresa*

Considerando el CTON para el año 2021 (96.1 Millones de USD) con respecto por al año 2020 (406.00), la empresa plantea mejorar su eficiencia a nivel de Capital de Trabajo con los ajustes que ha venido realizado para este periodo, por la condición económica y sanitaria. Se proyecta un aumento del CTON para el año 2022 (100.9) tomando en cuenta el aumento de las reactivaciones de contratos y ajustes para recuperar el ritmo de operaciones.

#### **6.4 Valor terminal**

Se proyecta que la perpetuidad a partir del año 2026 va a corresponder al año 2025, dado que la empresa se va a mantener estable y los flujos se van a conservar de forma constante sin crecimiento. La empresa plantea continuar con su plan de inversiones de ir reponiendo los activos que generan los flujos de caja a partir de la depreciación y amortización de acuerdo con lo presentado anteriormente.

## 6.5 Flujos de caja libre proyectados

**Cuadro 39: Estimación de FCL – Copa Holdings**

En US\$ Miles	2021	2022	2023	2024	2025
NOPAT	\$ 136,408.61	\$ 326,632.48	\$ 381,313.81	\$ 439,847.91	\$ 508,143.02
(+) Depreciación	\$ 208,362.10	\$ 230,639.40	\$ 253,703.34	\$ 279,073.67	\$ 306,981.04
(-) Inversión de Reposición	\$ (208,362.10)	\$ (230,639.40)	\$ (253,703.34)	\$ (279,073.67)	\$ (306,981.04)
(-) Nuevas Inversiones	\$ (93,761.00)	\$ (103,137.10)	\$ (113,450.81)	\$ (121,392.37)	\$ -
Trabajo	\$ (4,805.00)	\$ 169,392.56	\$ (101,620.47)	\$ -	\$ -
FCL	\$ 37,842.61	\$ 392,887.94	\$ 166,242.53	\$ 318,455.54	\$ 508,143.02

*Fuente: Elaboración propia en base a los balances de la empresa*

De acuerdo en los datos proyectados, si bien la empresa tiene un plan de inversión agresivo en el que se plantea reponer la mayoría de las aeronaves (activo fundamental de la empresa) de acuerdo con la depreciación y amortización, se proyecta una disminución en los flujos de caja libre para el periodo 2023, considerando la disminución en el CTON. A partir del año 2023, se plantea un flujo de caja libre positivo en crecimiento. No se plantean inversiones en capital físico ni CTON para el año 2025, dado que se supone que la perpetuidad es a partir de este periodo.

## **7 PRECIO DE LA ACCIÓN ESTIMADO**

### **7.1 Valor presente de los flujos de caja libre**

**Cuadro 40: Valor presente de los flujos de caja libres – Copa Holdings**

En US\$ Miles	2021	2022	2023	2024	2025	Perpetuidad
Flujo de caja libre	\$ 37,842.61	\$ 392,887.94	\$ 166,242.53	\$ 318,455.54	\$ 508,143.02	\$ 508,143.02
Valor terminal al 2025					\$4,825,669.67	
Flujo de Caja Libre+						
Valor Terminal	\$ 34,237.41	\$ 355,458.19	\$ 150,404.90	\$ 288,116.84	\$4,825,669.67	
Valor presente total (V	\$3,551,564.12					

*Fuente: Elaboración propia en base a los balances de la empresa*

De acuerdo con las estimaciones realizadas anteriormente, aplicamos la tasa WACC de 10.53% para obtener el valor presente de los flujos de caja para el periodo que comprende el año 2021 al año 2025.

### **7.2 Déficit o exceso de capital de trabajo operativo neto**

Dado que estamos calculando al año completo, no se incluye el déficit o exceso de capital de trabajo operativo neto.

### **7.3 Activos prescindibles y otros activos**

#### Cuadro 41: Activos prescindibles y otros activos – Copa Holdings

En US\$ Miles	Jun-30
Efectivo e Inversiones a corto plazo	\$ 901,645.00
Otros activos no corrientes	\$ 14,788.00
Total de Activos e inversiones a Largo Plazo	\$ 96,955.00
<b>Total</b>	<b>\$1,013,388.00</b>

Fuente: Elaboración propia en base a los balances de la empresa

De acuerdo con el análisis de los activos, consideramos que los supuestos en los cuales la empresa puede obtener liquidez son las inversiones a corto plazo, otros activos no corrientes y las inversiones a largo plazo, que pueden ser prescindidas para que la empresa obtenga un flujo de caja para afrontar problemas de iliquidez.

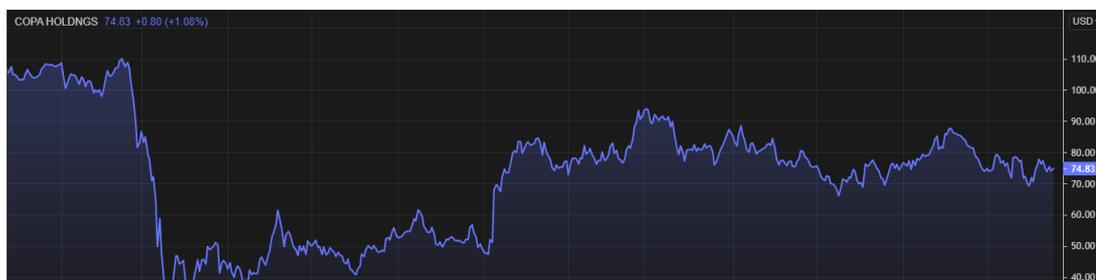
#### 7.4 Valorización económica de la empresa

#### Cuadro 42: Valoración económica – Copa Holdings

Al 30 de junio de 2021	Valor
Valor presente FCL en USD Millones	\$ 3,551.56
Exceso (deficit) CTON USD Millones	\$ -
Activos prescindibles y otros activos	\$ 1,013.39
Valor total de activos	\$ 4,564.95
Deuda financiera USD Millones	\$ (1,628.50)
Patrimonio económico en USD Millones	\$ 2,936.45
Número de acciones	42.65
Precio acción estimado USD Miles	\$ 68.85
Precio acción estimado en la moneda que transa en bolsa	\$ 68.85
Precio acción real en la moneda que transa en la bolsa	\$ 75.33
<b>Diferencia en precios en \$</b>	<b>\$ 6.48</b>
<b>Diferencia en precios en %</b>	<b>9%</b>

Fuente: Elaboración propia en base a los balances de la empresa

#### Gráfico 11 – Comportamiento histórico del precio de la acción de Copa Holdings desde enero 2020 a diciembre 2021.



*Fuente: Thomson Reuters*

El gráfico anterior muestra el comportamiento histórico del precio de la acción de Copa Holdings de enero 2020 a diciembre 2021, dentro de la ventana de visualización se observa un precio mínimo de \$27.81 y máximos de \$110.22. Nuestro precio estimado de valoración es 9% por debajo del precio que se transa actualmente en la bolsa de valores de Nueva York.

## **7.5 Análisis de sensibilidad**

A continuación, se muestra un análisis de sensibilidad en base a los factores críticos que hemos considerado dentro de nuestra valoración de Copa Holdings, así como su posible impacto en los resultados.

El cuadro siguiente muestra la sensibilidad del precio de la acción, contrastando el porcentaje de crecimiento de los ingresos operacionales contra el WACC.

**Cuadro 43: Análisis de sensibilidad del precio de la acción respecto al crecimiento de las ventas – Copa Holdings**

2023	2024+	WACC	PRECIO ACCIÓN	VAR
5.00%	5.00%	5.00%	\$ 31.35	-54%
6.00%	6.00%	6.00%	\$ 40.53	-41%
7.00%	7.00%	7.00%	\$ 49.01	-29%
8.00%	8.00%	8.00%	\$ 56.84	-17%
9.00%	9.00%	9.00%	\$ 64.06	-7%
10.00%	10.00%	10.53%	\$ 68.85	0%
11.00%	11.00%	11.00%	\$ 76.84	12%
12.00%	12.00%	12.00%	\$ 82.48	20%
13.00%	13.00%	13.00%	\$ 87.67	27%
14.00%	14.00%	14.00%	\$ 92.43	34%
15.00%	15.00%	15.00%	\$ 96.80	41%
16.00%	16.00%	16.00%	\$ 100.80	46%

*Fuente: Elaboración propia en base a los balances de la empresa*

**Cuadro 44: Análisis de sensibilidad del precio de la acción respecto a la variación del WACC – Copa Holdings**

WACC	PRECIO ACCIÓN	VAR
3.00%	\$ 101.04	47%
4.00%	\$ 95.96	39%
5.00%	\$ 91.16	32%
6.00%	\$ 86.61	26%
7.00%	\$ 82.31	20%
8.00%	\$ 78.24	14%
9.00%	\$ 74.37	8%
10.53%	\$ 68.85	0%
11.00%	\$ 67.24	-2%
12.00%	\$ 63.94	-7%
13.00%	\$ 60.81	-12%
14.00%	\$ 57.84	-16%
15.00%	\$ 55.01	-20%

Fuente: Elaboración propia en base a los balances de la empresa

El cuadro anterior muestra el comportamiento y la variación del precio estimado de la acción en función de cambios en la tasa de descuento WACC.

#### Cuadro 45: Valoración económica – Copa Holdings

B/V	PRECIO DE LA ACCIÓN DE COPA HOLDING S.A.
0.00	\$ 62.96
0.02	\$ 63.46
0.12	\$ 66.06
0.22	\$ 68.85
0.32	\$ 71.69
0.42	\$ 74.76
0.52	\$ 78.01
0.62	\$ 81.46
0.72	\$ 85.13
0.82	\$ 89.04
0.92	\$ 93.22
0.99	\$ 96.31

Fuente: Elaboración propia en base a los balances de la empresa

El cuadro anterior muestra cómo el precio de la acción de Copa Holding S.A. es impactado y fluctúa en función de los cambios en la estructura de capital de la compañía, para efectos de nuestra valoración nuestra estructura de capital objetivo fue extraída para los años 2017 y 2018, períodos bajo relativa normalidad en la industria aérea previo a la llegada de la pandemia causada por la Covid-19

## **10. Resumen y Conclusiones**

Mediante este trabajo hemos podido determinar el precio de la acción de COPA HOLDING S.A. utilizando el método de Flujos de Caja Descontados al 30 de junio del 2021. El precio obtenido después del análisis y sujeto a los supuestos considerados es de \$68.85, el precio cotizado en la bolsa de New York a la fecha de valorización es de \$75.33, lo que arroja una diferencia de \$6.48 equivalentes al 9% de variación.

Se debe considerar que, a la fecha de valoración de la empresa, la industria de la aviación se encuentra inmersa en un período de incertidumbre a consecuencia de la Pandemia originada por la Covid-19, lo que ha llevado a cierres de fronteras y

restricciones de movilidad alrededor del mundo, adicional eventos relacionados a seguridad del Boeing 737 Max-9 del principal proveedor de aviones de la compañía, Boeing Commercial Airplanes.

Dado el escenario de la industria, estos acontecimientos juegan un papel importante dentro de los supuestos del modelo, se estima que la recuperación de la industria sea favorable para los años 2023/2024 en adelante, en vista del desarrollo de la vacuna, liberación de restricciones de movilidad, así como la apertura gradual de fronteras de los países donde opera la compañía.

## 11. Referencias bibliográficas

Copa. (30 de Junio de 2021). *Copa.gcs-web.com*. Obtenido de Copa.gcs-web: <https://copa.gcs-web.com/corporate-governance>

Santiago, B. d. (22 de Septiembre de 2021). *Bolsa de Santiago*. Obtenido de Bolsa de Santiago: [https://www.bolsadesantiago.com/resumen\\_instrumento/LTM](https://www.bolsadesantiago.com/resumen_instrumento/LTM)

AVIANCA. (22 de Septiembre de 2021). *Avianca Holdings*. Obtenido de Avianca Holdings: <https://aviancaholdings.com/Spanish/relacion-con-inversionistas/recursos-de-inversionistas/default.aspx?section=alertas#:~:text=Avianca%20Holdings%20S.A.%3F->

- ,%C2%BFDC3%B3nde%20cotiza%20la%20acci%C3%B3n%20de%20Avianca%20Holdings%20y%20cu%C3%A1l%20es,bajo%  
 Treasury. (30 de Jun de 2021). *Treasury Gov*. Obtenido de Treasury Gov: <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=realyieldYear&year=2021>
- Damodarán. (08 de Jan de 2021). *Stern NYU EDU*. Obtenido de Stern NYU EDU: [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html)
- Refinitiv, E. (30 de Jun de 2021). *Eikon Refinitiv*. Obtenido de Eikon Refinitiv: [cpurl://apps.cp./Apps/GovCorp/?NavigationSource=views&enowappcontainer=1.54.9&st=EJVAssetID&s=0x00102c7c925a29a1&grviewsurl=EVzBONDzGCPzCNVxOV#/0x00102c7c925a29a1/EVzBONDzGCPxCNVzHIST](http://cpurl://apps.cp./Apps/GovCorp/?NavigationSource=views&enowappcontainer=1.54.9&st=EJVAssetID&s=0x00102c7c925a29a1&grviewsurl=EVzBONDzGCPzCNVxOV#/0x00102c7c925a29a1/EVzBONDzGCPxCNVzHIST)
- xcvxcv. (2022). xcv. xcv.
- Martes Financiero. (11 de 10 de 2021). El plan de vuelo de Copa Airlines busca reforzar la economía y el turismo panameño. *El plan de vuelo de Copa Airlines busca reforzar la economía y el turismo panameño*, pág. 1.
- El Espectador. (28 de Septiembre de 2021). *Copa Airlines ha recuperado el 70% de las rutas que tenía antes del COVID-19*. Obtenido de El Espectador: <https://www.elespectador.com/economia/empresas/copa-airlines-ha-recuperado-el-70-de-las-rutas-que-tenia-antes-del-covid-19/>
- Excelencias Panama. (26 de Octubre de 2021). *Copa prevé una recuperación plena de sus operaciones hacia 2022*. Obtenido de Excelencias News Panama: <https://www.excelenciaspanama.com/transporte/copa-preve-una-recuperacion-plena-de-sus-operaciones-hacia-2022>
- Prensa Copa. (23 de Septiembre de 2021). *Copa Airlines se suma a iniciativas para la reactivación del turismo en Panamá*. Obtenido de Copa Air: <https://www.copaair.com/es/web/us/iniciativas-reactivacion-turismo-panama>
- Copa Investors. (4 de Agosto de 2021). *Copa Holdings Reports Financial Results for the Second Quarter of 2021*. Obtenido de Copa Investor Relations: <https://copa.gcs-web.com/static-files/b385e6dc-10d6-4d75-b359-c1eb13ebe518>
- Copa Holdings. (04 de Agosto de 2021). *Copa Holdings Reports Financial Results for the Second Quarter of 2021*. Obtenido de Copa Investors Relations: <https://copa.gcs-web.com/static-files/b385e6dc-10d6-4d75-b359->

c1eb13ebe518

- Excelencias News Panama. (26 de Octubre de 2021). *Excelencias News Panama*.  
Obtenido de Copa prevé una recuperación plena de sus operaciones hacia  
2022: [https://www.excelenciaspanama.com/transporte/copa-preve-una-  
recuperacion-plena-de-sus-operaciones-hacia-2022](https://www.excelenciaspanama.com/transporte/copa-preve-una-recuperacion-plena-de-sus-operaciones-hacia-2022)
- Asamblea Nacional de Panamá. (6 de Septiembre de 2019). *Asamblea Nacional*.  
Obtenido de TERMINAL 2 DE TOCUMEN EN SU RECTA FINAL:  
[https://www.asamblea.gob.pa/noticias/terminal-2-de-tocumen-en-su-recta-  
final](https://www.asamblea.gob.pa/noticias/terminal-2-de-tocumen-en-su-recta-final)
- El Espectador Colombia. (28 de 09 de 2021). *El Espectador*. Obtenido de Copa  
Airlines ha recuperado el 70 % de las rutas que tenía antes del COVID-19:  
Copa Airlines ha recuperado el 70 % de las rutas que tenía antes del COVID-  
19
- Martes Financiero. (11 de Octubre de 2021). *Martes Financiero*. Obtenido de El plan  
de vuelo de Copa Airlines busca reforzar la economía y el turismo panameño:  
[https://www.martesfinanciero.com/portada/el-plan-de-vuelo-de-copa-airlines-  
busca-reforzar-la-economia-y-el-turismo-panameno/](https://www.martesfinanciero.com/portada/el-plan-de-vuelo-de-copa-airlines-busca-reforzar-la-economia-y-el-turismo-panameno/)