

VALOR TEÓRICO DE LA ACCIÓN DE AVIANCA TOMANDO COMO  
REFERENCIA EL COMPORTAMIENTO FUNDAMENTAL DE LA  
ORGANIZACIÓN Y DEMÁS VARIABLES ECONÓMICAS DEL MERCADO

JUAN FELIPE BEDOYA GUIAO  
JOHN FREDY CUARTAS ROMÁN

UNIVERSIDAD DE MEDELLÍN  
FACULTAD DE INGENIERÍA  
ESPECIALIZACIÓN EN FINANZAS Y MERCADO DE CAPITALES  
COHORTE 25  
MEDELLÍN  
2014

VALOR TEÓRICO DE LA ACCIÓN DE AVIANCA TOMANDO COMO  
REFERENCIA EL COMPORTAMIENTO FUNDAMENTAL DE LA  
ORGANIZACIÓN Y DEMÁS VARIABLES ECONÓMICAS DEL MERCADO

JUAN FELIPE BEDOYA GUIAO  
JOHN FREDY CUARTAS ROMÁN

Trabajo de grado para optar al título de Especialistas en Finanzas y Mercado de  
Capitales

Asesor metodológico  
FELIPE ISAZA CUERDO Ph.D. (c)

Asesora temática  
LINA MARÍA MAYA TORO  
Magister SC en Gerencia de Proyectos

UNIVERSIDAD DE MEDELLÍN  
FACULTAD DE INGENIERÍA  
ESPECIALIZACIÓN EN FINANZAS Y MERCADO DE CAPITALS  
COHORTE 25  
MEDELLÍN  
2014

## TABLA DE CONTENIDOS

	Pág.
RESUMEN	6
GLOSARIO	7
INTRODUCCIÓN	8
1 REFERENTE TEÓRICO	9
1.1 ANÁLISIS FINANCIERO CON INDICADORES	9
1.1.1 Indicadores de liquidez	10
1.1.2 Indicadores de rentabilidad	11
1.1.3 Indicadores de deuda	11
1.1.4 Indicadores de cobertura	12
1.1.5 Indicadores operacionales	12
1.2 FLUJO DE CAJA LIBRE	13
1.2.1 Descuento de los flujos de caja	15
1.2.2 Costo de capital	16
1.2.3 Valor terminal	18
2 INFORMACIÓN GENERAL DE LA COMPAÑÍA	19
2.1 Historia de la empresa	19
2.2 Logros estratégicos	21
2.3 Perspectivas	22
2.4 Matriz DOFA de la empresa	23
3 ANÁLISIS FINANCIERO POR MÚLTIPLOS	25
3.1 Índices básicos de la compañía	25
3.2 Indicadores operacionales Avianca	26
3.3 Comparativo con la industria	28

4	CÁLCULO FLUJO DE CAJA LIBRE DESCONTADO	31
4.1	Proyecciones para la valoración	31
4.2	Valoración	35
5	CONCLUSIONES	36
6	BIBLIOGRAFÍA	37
7.	ANEXOS	40

## LISTA DE TABLAS

	Pág.
TABLA 1. INDICADORES DE LIQUIDEZ	10
TABLA 2. INDICADORES DE RENTABILIDAD	11
TABLA 3. INDICADORES DE DEUDA	11
TABLA 4. INDICADOR DE COBERTURA	12
TABLA 5. INDICADORES OPERACIONALES	13
TABLA 6. PROSPECTO COMPRA AERONAVES	22
TABLA 7. MATRIZ DOFA	23
TABLA 8. INDICADORES FINANCIEROS 2012-2013	25
TABLA 9. INDICADORES OPERACIONALES AVIANCA	26
TABLA 10. EV/EBITDA AVIANCA 2012-2013	28
TABLA 11. EV/EBITDA OTRAS AEROLÍNEAS SURAMERICANAS	29
TABLA 12. EV/EBITDA AEROLÍNEAS NORTEAMERICANAS	29
TABLA 13. EV/EBITDA AEROLÍNEAS MUNDIALES	30
TABLA 14. BETA APALANCADO AVIANCA	33
TABLA 15. SUPUESTOS PARA LA VALORACIÓN	34
TABLA 16. COSTO DE COMBUSTIBLE	34
TABLA 17. VALORACIÓN DE LA ACCIÓN	35

## RESUMEN

Desde su incursión en la Bolsa de Valores de Colombia, el comportamiento en el mercado de la acción de Avianca Holding siempre ha ido en contravía de los pronósticos de los analistas. Ante esta situación, se parte de información histórica, planes estratégicos, indicadores financieros y, en general, de los datos fundamentales del holding para establecer el valor teórico de la especie. Los análisis de las cifras, finalmente se sintetizan en la valoración de la acción a través del método de flujo de caja descontado. El resultado no se aparta de otras valoraciones realizadas; la proyección refleja un precio de \$5,172 por acción a diciembre 31 de 2014.

## ABSTRACT

From its incursion in the Stock Exchange of Values of Colombia, the behavior on the market of the share of Avianca Holding has always gone in counterroute of the prognoses of the analysts. Given this situation, from the historical information, strategic plans, financial indicators and, in general, the fundamental information of the holding a theoretical value of the species is established. The analyses of the numbers are finally synthesized in the appraisalment of the share through the method of discounted cash flow. The result does not separate from other valuations; projection reflects a price of \$5.172 per share at December 31, 2014.

## **GLOSARIO**

ADR (American Depositary Receipts): instrumento financiero creado para que las acciones de las compañías extranjeras también se negocien en las bolsas estadounidenses.

Análisis fundamental: método que supone que el precio de los instrumentos está determinado por un valor intrínseco que depende de factores económicos. Dicho enfoque se divide en tres niveles: los factores macroeconómicos, el análisis de la industria y el análisis de la empresa.

Holding: compañía que controla las actividades de otras empresas mediante la adquisición de todas o de una parte importante de sus acciones. Son considerados como una forma de integración y colaboración empresarial, similar a lo que en Colombia se conoce como grupo empresarial o grupo económico.

Índices financieros: son ratios o medidas que tratan de analizar el estado de la empresa desde un punto de vista individual, comparativamente con la competencia o con el líder del mercado. La mayoría de los índices se pueden calcular a partir de la información suministrada por los estados financieros.

## INTRODUCCIÓN

La organización Avianca por años ha sido considerada la aerolínea más importante a nivel nacional, destacándose entre sus competidores inmediatos por su cobertura, alta calidad y gran servicio, proyectándose como una organización con grandes oportunidades de desarrollo a nivel internacional; es así como sus resultados indican que además de ser una organización sólida y flexible se perfila como una de las aerolíneas con mayor reconocimiento en Latinoamérica, lo que sin duda alguna recompensaría la trayectoria y el buen gobierno corporativo de una organización que aún tiene mucho camino que recorrer en el mercado nacional e internacional. Sin embargo, a pesar de estas excelentes perspectivas, la aerolínea ha experimentado un crecimiento inferior a lo esperado en el mercado bursátil colombiano, lo que ha despertado diferentes cuestionamientos frente a los factores de influencia que no han permitido una valorización coherente del precio de la acción dado los buenos resultados fundamentales de la compañía.

Las condiciones básicas del análisis que se realizará están enfocadas a comprender de manera profunda y estructural los cambios que ha experimentado la organización Avianca en los últimos años y con ello entender la evolución de su precio en el mercado de capitales local, entendiendo que se han realizado múltiples pronósticos con base en lo anterior, los cuales son un referente importante para determinar de manera objetiva el precio de la especie.

Por medio de este trabajo se busca determinar a través de método de flujo de caja libre descontado, el precio teórico de la acción tomando en cuenta factores fundamentales.

El trabajo comprende un planteamiento de la situación actual, un marco referencial que incluye aspectos generales de la empresa, conceptos teóricos y referencias acerca de lo que se ha escrito y divulgado con relación al tema tratado.

## **1 REFERENTE TEÓRICO**

Las empresas se preocupan cada vez más por determinar el valor que su compañía pueda tener en el mercado. Las razones son múltiples; entre ellas se destacan: la decisión de continuar con la empresa bajo las condiciones actuales; realizar emisiones y entrar en el mercado de renta variable; establecer un precio cierto para comprar acciones en el mercado de acciones; dirimir problemas legales; adquirir una nueva compañía, entre otras (Hernández, 2012).

Para cada acción existe un valor intrínseco al que se llega a través del estudio de los datos que reflejan la actividad de la empresa, como estados financieros, proyectos y expectativas futuras del negocio; sin embargo, considerando las apreciaciones de (Trujillo Dávila, 2006): el país cuenta con un mercado accionario altamente concentrado, ilíquido y reducido, lo que lleva a que los precios de las acciones no reflejen el valor del patrimonio de una empresa en el mercado, ya que dichos precios en la mayoría de los casos se encuentran sobrevalorados o subvalorados. Así, a partir de análisis fundamentales se pueden realizar valoraciones bajo diferentes métodos.

### **1.1 ANÁLISIS FINANCIERO CON INDICADORES**

La información contenida en los estados financieros básicos (estado de resultados y balance general) es muy importante para tener con regularidad medidas relativas de la eficiencia operativa de la empresa. El análisis financiero se basa en el uso de razones o índices para analizar y supervisar el rendimiento, liquidez, solvencia, apalancamiento y uso de activos de la empresa. (Gitman, 2007) (48). Ver anexos 1 y 2.

La guía principal para evaluar los resultados obtenidos se encuentra sintetizado en cuatro parámetros fundamentales: promedio o estándar de la industria o la actividad, índices de periodos anteriores, objetivos de la empresa y otros índices.

El tamaño normalmente se mide en términos de valoración en el mercado como valor patrimonial y valor de la empresa, también con estadísticas financieras claves (ventas, beneficios, EBITDA, EBIT, bruto y neto). Las empresas de tamaño similar en un sector determinado son más probables que tengan múltiplos similares que las compañías con las discrepancias de tamaño significativo. Esto refleja el hecho de que las empresas de tamaño similar también son propensas a ser análogas en otros aspectos (economías de escala, poder adquisitivo, apalancamiento, clientes, las perspectivas de crecimiento y la liquidez de sus acciones en el mercado de valores). (Rosenbaum, Joshua; Pearl, Joshua, 2009).

Ninguna medida analítica o indicador por si solo permite juzgar el comportamiento de una organización; sólo cuando se evalúan todos en su conjunto se logra encontrar un juicio racional suficientemente fundamentado, por tal motivo es necesario analizar de manera estructural 4 grandes grupos de indicadores (Van Horne, 1993): Indicadores de liquidez, rentabilidad, deuda y cobertura.

### 1.1.1 Indicadores de liquidez

Tienen como principal fin evaluar la capacidad de la organización para afrontar sus principales obligaciones en el corto plazo, ya sean operativas o financieras. Permiten establecer la solvencia actual de la empresa y su capacidad de solvencia en caso de experimentar cualquier adversidad. (Dumrauf, 2010).

Tabla 1. Indicadores de liquidez

INDICADOR	ESTRUCTURA MATEMÁTICA	INTERPRETACIÓN
Razón corriente	activos corrientes / pasivos corrientes	# de veces en que la organización puede pagar sus pasivos corrientes
Capital de trabajo	activo corriente - pasivo corriente	Reserva potencial de tesorería de la empresa para operar de manera normal

Fuente: Finanzas Corporativas: un enfoque latinoamericano. Dumrauf, 2010.

### 1.1.2 Indicadores de rentabilidad

Evalúan la capacidad de la organización para optimizar y generar rentabilidad con los fondos comprometidos por un inversionista en una alternativa determinada. En general, mide la productividad de los recursos comprometidos por una organización, principalmente en activos productivos. (Dumrauf, 2010).

Tabla 2. Indicadores de rentabilidad

INDICADOR	ESTRUCTURA MATEMÁTICA	INTERPRETACIÓN
Margen de utilidad neta	utilidad neta / ventas	% de utilidad neta sobre las ventas realizadas
Margen de utilidad bruta	utilidad bruta / ventas	% de utilidad bruta sobre las ventas realizadas
Margen de utilidad operacional	utilidad operacional / ventas	% de utilidad operacional sobre las ventas realizadas
Retorno sobre los activos (ROA)	utilidad neta / activos totales	% de utilidad neta sobre activos totales
Retorno sobre el patrimonio (ROE)	utilidad neta / patrimonio total	% de utilidad neta sobre patrimonio total

Fuente: Finanzas Corporativas: un enfoque latinoamericano. Dumrauf, 2010.

### 1.1.3 Indicadores de deuda

Evalúan de manera directa los niveles de deuda existentes en cualquier organización y establecen además la capacidad futura del negocio para contraer nuevo endeudamiento en el corto, mediano y largo plazo. (Dumrauf, 2010).

Tabla 3. Indicadores de deuda

INDICADOR	ESTRUCTURA MATEMÁTICA	INTERPRETACIÓN
Endeudamiento sobre patrimonio neto	pasivo total / patrimonio neto	Proporción de la deuda frente al patrimonio neto la compañía
Endeudamiento sobre activo total	pasivo total / activo total	Concentración de la deuda sobre los activos totales de la organización

Fuente: Finanzas Corporativas: un enfoque latinoamericano. Dumrauf, 2010.

#### 1.1.4 Indicadores de cobertura

A través de esta medida analítica se puede identificar la capacidad de la organización para cubrir los intereses generados por las obligaciones financieras adquiridas. Representan la cantidad de veces que la organización puede cubrir los intereses por deuda.(Dumrauf, 2010).

Tabla 4. Indicador de cobertura

INDICADOR	ESTRUCTURA MATEMÁTICA	INTERPRETACIÓN
Cobertura de intereses	resultado operativo (ebitda) / intereses	# de veces en que la organización puede cubrir los intereses

Fuente: Finanzas Corporativas: un enfoque latinoamericano. Dumrauf, 2010.

#### 1.1.5 Indicadores operacionales

Además de considerar los indicadores referenciados, es necesario establecer la existencia de múltiplos operativos que permitan determinar el estado de la organización en criterios específicos que marcan la diferencia entre ser competitivo y no serlo dentro del sector. Aunque existe una dosis de subjetividad en la comparación que se realiza, se incluyen los siguientes indicadores operaciones de una compañía, comparados con otras de transporte aéreo de pasajeros (Comunidad Andina ORG, 2009) .

Tabla 5. Indicadores operacionales

MÚLTIPLO	ESTRUCTURA MATEMÁTICA	INTERPRETACIÓN
EV / EBITDA	(capitalización bursátil+ deuda financiera- efectivo) / ebitda	# de períodos de flujos de fondos operativos necesarios para recuperar la inversión (años)
PASAJEROS POR KILÓMETRO EFECTUADOS ( PKE )	(pasajeros a bordo x distancia en kilómetros)	Mide el tráfico de pasajeros en función de la distancia
ASIENTOS POR KILÓMETRO DISPONIBLES (ASK)	(sillas disponibles x distancia en kilómetros)	Mide los asientos volados en función de la distancia
FACTOR DE OCUPACIÓN DE PASAJERO ( LFP)	(pke/ ask) x 100	Mide el factor de ocupación en función de la distancia volada por los pasajeros y los asientos

Fuente: Propuesta indicadores de transporte aéreo. Comunidad Andina ORG.

## 1.2 FLUJO DE CAJA LIBRE

Al momento de realizar la valoración de una compañía y encontrar el valor patrimonial de la misma, se encuentra una de las metodologías más usadas y reconocidas: el flujo de caja libre descontado. (García, 2003), establece que los recursos utilizados para el crecimiento de la empresa, cubrir el servicio a la deuda y el reparto de utilidades, se toman bajo la premisa de que existe caja para soportar estos pagos, y no basa su cumplimiento sobre las utilidades contables generadas por la organización; por tanto, el potencial de crecimiento y la generación de valor de una empresa y la decisiones, se toman con base en el flujo de caja, no con utilidades contables. Ver anexo 3.

El esquema básico del flujo de caja es el siguiente:

Ebitda
(-) Depreciaciones y amortizaciones
(=) Utilidad operativa
(-) impuestos
(=) UODI (Utilidad operativa después de impuestos)
(+) Depreciaciones y amortizaciones
(=) Flujo de Caja Bruto
(-) Incremento en Capital de Trabajo Neto Operativo (KTNO)
(-) Inversión en activos fijos
<b>(=) FLUJO DE CJA LIBRE (FCL)</b>

Fuente: Valoración de empresas, gerencia de valor y eva. García, 2003.

Es necesario establecer en detalle las características de los componentes del flujo de caja libre, a continuación se indican los elementos más importantes a considerar.

**Ebitda (utilidad antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones):** es la utilidad operativa que se calcula antes de descontar las depreciaciones y amortizaciones de gastos pagados por anticipado, ya que los mismos no implican salidas reales de dinero y solo corresponden a movimientos de ajustes contables. (García, 2003).

**Flujo de caja bruto:** corresponde al flujo de caja que la organización dispone para cubrir inversiones no estratégicas (reposición de capital de trabajo y activos fijos), atender el servicio a la deuda (capital + intereses), repartir utilidades y apoyar las inversiones estratégicas. (García, 2003).

**Reposición de capital de trabajo neto operativo (KTNO):**

Corresponde a las apropiaciones de flujo de caja que deban orientarse para financiar las necesidades de recursos que permitan la normal operación de la empresa y con ello garantizar su crecimiento en el tiempo.

Entender las diferencias entre cada una de las organizaciones permite identificar los requerimientos de capital necesarios para la normal operación, ya que no es lo mismo evaluar las necesidades de una unidad de producción industrial con una empresa de servicios, pues ambas, por su naturaleza, presentan requerimientos en esencia diferentes. Así, el valor que se espera en el incremento del KTNO debería constituirse como la reserva necesaria para la reposición del capital de trabajo, pues éste relaciona solo aquellas partidas relativas a la operación de la empresa:(García, 2003):

$$\text{KTNO} = (\text{Cuentas por pagar}) - (\text{Inventarios} + \text{Cuentas por pagar proveedores})$$

### **1.2.1 Descuento de los flujos de caja**

Los beneficios que pudiera tener una organización en el futuro pueden ser valorados a través de la metodología de flujo de caja libre descontado ya que este método considera a la organización como un ente generador de flujos que vincula todas las partidas financieras que pudieran incidir en el desarrollo periódico de los mismos. (Guerra & Llerena, 2004): A diferencia de otros métodos de valoración conocidos, tales como el del valor contable, valor de beneficios (per) o ebitda, el flujo de caja libre descontado permite obtener un resultado más ajustado a las condiciones reales, al ser considerado un método dinámico por naturaleza.

Las empresas utilizan varios tipos de capital y debido a las diferencias de riesgo las tasas requeridas no son iguales. El costo de capital con que se analizan las decisiones debería ser un promedio ponderado de los costos de los componentes; esto es lo que se denomina costo promedio ponderado de capital (CPPC). (Ehrhardt & Brigham, 2007), (277).

El costo del capital responde a una mezcla de financiamiento, integrada por capital propio y capital prestado. La fórmula reconoce la onerosidad de las distintas fuentes de financiación, tanto del capital, como de las deudas y se conoce como Costo Promedio Ponderado de Capital (CPPC). (Córdoba, 2007):

$$K_0 = (K_1 \times W_1) + (K_2 \times W_2)$$

Donde:

$K_0 =$  Costo de capital total

$K_1 =$  Costo de capital propio

$K_2 =$  Costo de capital ajeno

$W_1 =$  Participación relativa del capital propio

$W_2 =$  Participación relativa del capital ajeno

### 1.2.2 Costo de capital

Costo de capital es la tasa anual requerida de retorno que esperan los inversionistas por las acciones que poseen de la empresa. Para calcular el esperado retorno del capital de una empresa, para su cálculo se parte del modelo CAPM, y se basa en la premisa que ese capital invertido necesita ser compensado por el riesgo sistemático (relacionado con el mercado), por tanto, se espera un retorno superior a una tasa libre de riesgo establecida.

El costo del patrimonio se calcula a través del modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model) desarrollado en la década de 1960 por William Sharpe y John Lintner. Para (Dumrauf, 2010), este modelo asume la perspectiva de un inversor diversificado y fue construido sobre la premisa de que el coeficiente Beta es la medida del riesgo apropiada y que el inversor sólo demanda recompensas por el riesgo de mercado o sistemático. Raramente se puede calcular fácilmente el rendimiento esperado, por tanto, se deben realizar ajustes en la práctica, en particular en los países que no cuentan con mercados de capitales desarrollados. En síntesis, algunos de los supuestos del CAPM no son “realistas”, siempre son necesarias ciertas simplificaciones para poder construir modelos de validez razonablemente generales.

El nivel de riesgo sistemático depende de las covarianzas de la cotización de sus movimientos en el mercado accionario, según lo medido por su beta ( $\beta$ ).

Por contraste, riesgo asistemático o específico sería el de la empresa o sector y puede evitarse mediante la diversificación. Por lo tanto, los inversionistas de capital no son compensados (en la forma de una prima). Como regla general, cuanto menor sea la empresa y más especifican su oferta de productos, mayor será su riesgo asistemático. La fórmula de cálculo es la siguiente (Rosenbaum, Joshua; Pearl, Joshua, 2009):

$$\text{Costo de capital (re)} = rf + \beta \times (rm - rf)$$

Donde:

rf = Tasa libre de riesgo

$\beta$  = Beta

rm = Porcentaje de expectativa retorno del mercado

rm – rf = Prima por riesgo del mercado

Tasa libre de riesgo (rf): tasa esperada de retorno obtenida por los inversionistas en una seguridad "sin riesgo".<sup>1</sup>

Prima de riesgo (rm – rf): es el spread de retorno del mercado menos la tasa libre de riesgo. Diferencia del retorno esperado de mercado sobre la tasa libre de riesgo. El período relevante para analizar la prima de riesgo del mercado es de diez años.

Beta ( $\beta$ ): medida de la covarianza. Indicador de riesgo entre la tasa de rendimiento de las acciones y el rendimiento del mercado.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> La tasa libre de riesgo a considerar para el descuento de los flujos de caja futuros será la referenciada por las notas del tesoro americano (respaldadas por el gobierno federal de Estados Unidos) con vencimiento a diez años. Se considera que la tasa utilizada debe mantener una estrecha relación con el tiempo considerado para la valoración a realizar.

Una acción con un beta de 1.0 debe tener un retorno esperado igual al del mercado. Una acción con un beta de menos de 1.0, tiene menor riesgo sistemático que el mercado. Si el beta es mayor a 1.0, tiene mayor riesgo sistemático.

### **1.2.3 Valor terminal**

El valor terminal es típicamente calculado con base al Flujo de Caja Libre (o un proxy como EBITDA) en el año final del período de proyección.

El flujo de efectivo terminal representa el flujo de efectivo después de impuestos, excluyendo las entradas en efectivo operativas, que ocurre en el último año de un proyecto. Cuando se aplica, este flujo afecta significativamente la decisión del gasto de capital.

Cuando se calcula el flujo de efectivo terminal, el cambio en el capital de trabajo neto representa la reversión de cualquier inversión inicial del capital de trabajo neto. (Gitman, 2007).

El flujo de caja descontado combina información financiera (balances, estados de resultados, flujo de efectivo) con los datos observados en el mercado de capitales (coeficiente Beta, la prima del mercado y el rendimiento libre de riesgo). (Dumrauf, 2010) (454).

---

<sup>2</sup> En este trabajo se considera el comportamiento del índice COLCAP desde el año 2011 en relación con el precio de mercado de la acción de Avianca. El COLCAP es un indicador que refleja las variaciones de los precios de las 20 acciones más líquidas de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC). A través de esta metodología se podrá establecer el comportamiento en la rentabilidad de la especie frente a la rentabilidad del mercado.

## 2 INFORMACIÓN GENERAL DE LA COMPAÑÍA

### 2.1 Historia de la empresa

Avianca fue fundada en Barranquilla en 1919 como la Sociedad Colombo Alemana de Transporte Aéreo (SCADTA). Es la primera aerolínea comercial constituida en América Latina y la segunda en el mundo.

“La Segunda Guerra Mundial forzó a los socios alemanes en Colombia a salir del país, y los accionistas germanos de Scadta vendieron su participación a la empresa estadounidense Pan American, quienes acordaron una fusión con el Servicio Aéreo Colombiano (Saco), una compañía competidora”. (Enter.co, 2013).

“El producto de la fusión, sellada el 14 de junio de 1940, se llamó Aerovías Nacionales de Colombia (Avianca). Desde aquella época, vino un gran periodo de expansión. Vuelos a los principales destinos de Estados Unidos y Europa a bordo de los mejores aviones de la época, así como adquisiciones de aeronaves icónicas como el Súper Constellation 1049L en 1951 o el Boeing 720 en 1961”. (Enter.co, 2013).

La empresa fue la primera aerolínea latinoamericana en operar un Boeing 737 (1968) y un Jumbo 747 (1976). (Cárdenas, 2008)

En 1981, la aerolínea abrió su propio terminal en el Puente Aéreo en Bogotá, desde donde servía vuelos a Miami, Nueva York, Cali, Pasto y Montería.

“El crecimiento y consolidación de la empresa superaron un reto enorme luego de los hechos ocurridos en Estados Unidos el 11 de septiembre de 2001. En medio de la crisis global de la industria aeronáutica, Avianca se fusionó con SAM y ACES para crear la Alianza Summa. Sin embargo, en 2003 se decidió que los esfuerzos se encaminarían a la consolidación de la marca Avianca”.(Enter.co, 2013).

En ese mismo año, la compañía se acogió al denominado Capítulo 11 de la legislación estadounidense, que permite que las empresas en problemas

operen normalmente mientras reestructuran sus negocios. Salió de esa condición en 2004. Sin embargo, ni en esos momentos difíciles la aerolínea dejó de innovar. En ese lapso, lanzó el primer portal transaccional de internet en Colombia.

Poco tiempo después, Germán Efromovich, un empresario brasileño, compró el 75 por ciento de las acciones de Avianca por 64 millones de dólares. El 10 de noviembre del 2005, Efromovich compró el 25 por ciento que le faltaba. Desde entonces, Avianca está en medio de un proceso de acelerada: en 2010, la empresa adquirió a Taca, la más importante aerolínea del Perú, e ingresa a *Star Alliance*.<sup>3</sup>

Lo que inició en las épocas del Capítulo 11 como una operación de código compartido con el grupo TACA, terminó en 2013 como una fusión en la que las operaciones de la firma costarricense, junto con las de la ecuatoriana Aerogal y la colombiana Tampa Cargo, funcionan bajo nueva empresa llamada Avianca Holdings S.A.

El conglomerado opera más de 150 aeronaves, tiene 17.000 trabajadores y vuela a más de 100 destinos en 25 países de América y Europa. (La República, 2013).

La acción del *holding* cotiza en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) desde mayo 10 de 2011, mediante emisión primaria por 500 mil millones de pesos. Asimismo, comenzó a operar en la Bolsa de Nueva York (NYSE) bajo la denominación AVH, el 08 de noviembre de 2013, en una operación valorada en 408,5 millones de dólares. Se colocaron 27,23 millones de ADS (American Depositary Shares), cada una de las cuales corresponden a ocho preferenciales de la compañía, a un precio de quince dólares por unidad.

Hoy, el grupo avanza en un proceso de expansión y modernización de sus flotas mediante la adquisición de aviones Airbus Neo, Boeing 787 y ART 72.

---

<sup>3</sup>Star Alliance es la red global de aerolíneas más grande del mundo. Está conformada por 28 aerolíneas aliadas. Según la organización, en conjunto, operan con sus 4.701 aeronaves, aproximadamente 22.000 vuelos diarios.

## 2.2 Logros estratégicos

Durante el año 2013, de acuerdo con los objetivos trazados, la holding alcanzó importantes logros(Arias, 2014):

- Unificación de su marca comercial Avianca, que recoge la operación de todas las filiales en Colombia (Avianca y Tampa Cargo), Ecuador (Aerogal), El Salvador (Taca), Costa Rica (Lacsa y Sansa), Perú (Transamerican Airlines), Nicaragua (Aerotaxis La Costeña) y Honduras (Isla de Inversiones).
- Consolidación de los centros de conexiones ubicados en Bogotá, San Salvador y Lima, generando para los viajeros latinoamericanos nuevas oportunidades de acceso a la red de rutas.
- Incorporación y modernización de 15 aeronaves de última generación para el cubrimiento de trayectos de corto, medio y largo alcance.
- En noviembre, Avianca Holdings oficializó su ingreso a la Bolsa de Valores de Nueva York, consolidando la globalización de la organización y permitiendo el fortalecimiento de su estructura de capital.
- Al cierre de 2013, Avianca y sus aerolíneas subsidiarias consolidaron más de 5.500 frecuencias semanales, con destino a 98 destinos en 26 países.
- Incremento de la operación internacional con apertura de nuevas rutas, como Bogotá-San Juan de Puerto Rico; Bogotá-Cancún, Bogotá-Guatemala, San Salvador-Newark, San Salvador-Chicago y San Salvador-Medellín. La operación en Bogotá sumó 3.059 salidas semanales a 24 ciudades en Colombia, cinco capitales en Norteamérica, 10 en Suramérica, 12 en Centroamérica, México y el Caribe y dos destinos en Europa.
- Mejoramiento de la red de rutas, mediante operaciones directas punto a punto y a través de enlaces entre los centros de conexiones ubicados en Bogotá, San Salvador y Lima.

## 2.3 Perspectivas

- Fortalecimiento de las unidades de negocio adscritas a Avianca Holdings, registrando mayor participación en los mercados de pasajeros, carga, correo y encomiendas, servicios de mantenimiento técnico y productos turísticos, entre otros.
- Las estimaciones internacionales sobre las que trabaja Avianca muestran que este año la industria aérea en América Latina indican que la capacidad, medida en asientos disponibles por kilómetro volado (ASKs), crecerá cerca de un 6,5 por ciento, pero la empresa calcula un incremento en capacidad, medida en ASKs, entre un 7,0 y 8,0 por ciento, derivado del plan renovación y modernización de flota así como la expansión de su red de rutas en los mercados internacionales y nacionales de Perú y Colombia.
- Como parte del plan de fortalecimiento de su flota, la compañía recordó que tiene firmadas con Airbus 64 órdenes de compra de aeronaves de la familia A320, cuyas entregas están programadas entre el 2014 y el 2019.
- Con la compañía Boeing hay 15 órdenes de compra de aeronaves B787-8, e igualmente existen otras 15 órdenes de compra de aeronaves ATR 72, cuyas entregas están programadas para 2015.

Tabla 6. Prospecto Compra aeronaves

Entregas futuras	2014	2015	2016	2017	2018	2019	TOTAL
Boeing 787	4	3	3	2		3	15
Airbus A319	6	7					13
Airbus A320	2	2	8				12
Airbus A321	6						6
Airbus A320				3	2	5	10
Airbus A319				7	9	3	19
Airbus A321				1	1	2	4
Airbus A330F							
ATR72	9	1					10
<b>TOTAL</b>	<b>27</b>	<b>13</b>	<b>11</b>	<b>13</b>	<b>12</b>	<b>13</b>	<b>89</b>

Fuente: Avianca Holdings. Informe de gestión 2013.

## Matriz DOFA de la empresa

Tabla 7. Matriz DOFA

FORTALEZAS	DEBILIDADES
<ul style="list-style-type: none"> <li>· Primera aerolínea colombiana (prestigio).</li> <li>· Número de puntos de venta a nivel nacional.</li> <li>· Sistema de ventas, reservas y trámites a través de internet que simplifican la compra de tiquetes.</li> <li>· Plan de incentivos a viajeros frecuentes.</li> <li>· Moderna flota de aviones.</li> <li>· Convenios y acuerdos a nivel mundial.</li> <li>· Amplia frecuencia de vuelos y destinos.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· Quejas sobre el nivel del servicio prestado.</li> <li>· Precios de tiquetes aéreos respecto a la competencia.</li> <li>· La impuntualidad y retraso en los vuelos nacionales e internacionales con escala en Bogotá, por la permanente congestión del aeropuerto Eldorado.</li> </ul>
OPORTUNIDADES	AMENAZAS
<ul style="list-style-type: none"> <li>· Ubicación geográfica de Colombia, respecto a otros países suramericanos.</li> <li>· Cantidad de días festivos en Colombia y políticas gubernamentales de fomento al turismo.</li> <li>· Reconocimiento de la imagen corporativa.</li> <li>· Reciente Ingreso a la Bolsa de New York.</li> <li>· Incursión a nuevos mercados.</li> <li>· Políticas de libre competencia para los operadores aéreos adoptados por algunos gobiernos.</li> <li>· Guerra de tarifas en tiquetes aéreos.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· Otras compañías aéreas que incursionan en el mercado colombiano.</li> <li>· Estrategias de posicionamiento de marcas de otras empresas del sector.</li> <li>· Volatilidad en el precio de la gasolina (combustibles).</li> <li>· Conflictos sociales y económicos en países que cubre la aerolínea.</li> <li>· Políticas monetarias y fiscales de los gobiernos en los diferentes países.</li> <li>· Condiciones climáticas que afectan las operaciones en los aeropuertos.</li> <li>· Organización sindical de la compañía y del sector aéreo.</li> <li>· Desactualización y poca flexibilidad del Reglamento Aeronáutico Colombiano (RAC) frente a estándares y tratados internacionales.</li> <li>· Fusiones entre otras compañías (LAN y TAM).</li> </ul>

Fuente: elaboración propia

## 2.4 Avianca frente al sector aeronáutico

Según WorldAirlineAwards,<sup>4</sup>Avianca es actualmente la tercera aerolínea en Suramérica, detrás de LATAM. (The World´s Best Airline, 2014).

1	LAN Airlines
2	TAM Airlines
<b>3</b>	<b>Avianca</b>
4	Azul Linhas Aéreas Brasileiras
5	Aerolíneas Argentinas
6	Gol
7	Aires
8	Easyfly
9	Austral Líneas Aéreas
10	Peruvian Airlines

Fuente: WorldAirlineAward.

Clasificación mundial para 2013: (The World´s Best Airline, 2014).

1	Emirates
2	Qatar Airways
3	Singapore Airlines
4	ANA AllNippon Airways
5	Asiana Airlines
36	LAN Airlines
39	TAM Airlines
<b>58</b>	<b>Avianca-Taca</b>

Fuente: World Airline Awards

---

<sup>4</sup> Publicación que desde 1999 entrega los premios anuales a las mejores aerolíneas del mundo. Son el principal referente mundial del sector. Realiza más de 18 millones de encuestas a los clientes de más de 200 aerolíneas, quienes las califican en 41 indicadores de rendimiento.

### 3 ANÁLISIS FINANCIERO POR MÚLTIPLOS

#### 3.1 Índices básicos de la compañía

Con fundamento en la información financiera por los años 2012 y 2013, se relaciona el cálculo realizado para cada indicador. Ver anexos 1 y 2.

Tabla 8. Indicadores financieros 2012-2013

<b>INDICADORES FINANCIEROS</b>			
<b>AVIANCA HOLDINGS</b>			
		<b>2012</b>	<b>2013</b>
<b>LIQUIDEZ</b>	Razón corriente	0,78	0,57
	Capital de trabajo	-US\$ 363.043	-US\$ 651.264
<b>ENDEUDAMIENTO</b>	Endeudamiento sobre patrimonio neto	3,26	4,75
	Endeudamiento sobre activo total	0,77	0,83
	Endeudamiento financiero corto plazo	0,08	0,08
	Endeudamiento financiero largo plazo	0,49	0,44
<b>RENTABILIDAD</b>	Margen de utilidad neta	0,05	0,01
	Margen de utilidad bruta	0,27	0,24
	Margen de utilidad operacional	0,08	0,07
	Retorno sobre los activos (roa)	0,05	0,01
	Retorno sobre el patrimonio (roe)	0,20	0,05
<b>COBERTURA</b>	Cobertura de intereses	3,40	2,30

Fuente: elaboración propia

### 3.2 Indicadores operacionales Avianca

Tabla 9. Indicadores operacionales Avianca

<b>Tasa de crecimiento de la demanda de pasajeros</b>			
<b>2013 respecto a 2012</b>			
	<b>Crecimiento RPK</b>	<b>Crecimiento ASK</b>	<b>PLF</b>
<b>Internacional</b>	5,4%	4,9%	79,3
<b>Doméstico</b>	4,9%	4,6%	79,9
<b>Total mercado</b>	5,2%	4,8%	79,5

Fuente: IATA. [www.iata.org/pressroom/pr/Documents/Spanish-PR-2014-03-12-01.pdf](http://www.iata.org/pressroom/pr/Documents/Spanish-PR-2014-03-12-01.pdf)

Los indicadores de movilización de pasajeros registrados por las subsidiarias de Avianca Holdings para el año 2013 reportan un incremento del 6.6 % con relación a las cifras obtenidos durante el año 2012. Este valor se ve representado en la movilización de 2.159.221 pasajeros. Por su parte, las filiales de Avianca Holdings reportaron para el año 2013 la movilización de 24.625.062 pasajeros.

#### **-Filiales**

El indicador ASK (sillas disponibles por kilómetro volado) experimentó un incremento del 6.1 % con relación al año 2012. El RPK (pasajeros pagos por kilómetro volado) obtuvo un crecimiento del 7.3 % con relación al año 2012. Estos datos indican un crecimiento en el factor de ocupación: del 79.6 % en 2012 se pasó a 80.5 % en 2013.

#### **-Subsidiarias**

Los indicadores operacionales para las subsidiarias también presentaron crecimientos considerables durante el último mes del año 2013, el ASK (sillas disponibles por kilómetro volado) se incrementó en 2.9 % mientras el RPK (pasajeros pagos por kilómetro volado) obtuvo un crecimiento de 5.4 % en relación con el mismo mes del año anterior. La unificación de los datos anteriores representan un crecimiento en el factor de ocupación del 81.3 %, lo cual significa un crecimiento del 2.4 % con relación al año 2012.

La movilización de pasajeros en el mercado colombiano, peruano y ecuatoriano considerado como mercado doméstico para la aerolínea, presenta para el 2013 la movilización de 14.292.302 pasajeros, representando un incremento del 7.8% con relación al año 2012.

El indicador ASK registró un incremento del 13.6% y el indicador RPK reportó un crecimiento del 13.4 % con relación al año 2012.

Al unificar el crecimiento de los dos indicadores anteriores, se obtiene un factor de ocupación del 78.9%. Comparando los resultados obtenidos en el mercado doméstico con el crecimiento promedio de otros mercados (medido por el mercado doméstico de cada aerolínea), Avianca obtuvo resultados que demuestran un mejor desempeño frente al sector, ya que en promedio la demanda doméstica para éste creció un 4,9% en 2013, mientras la aerolínea colombiana obtuvo un crecimiento del 7,8% en el mismo rubro, aun cuando los indicadores internacionales de la holding se encuentran por debajo del desempeño del sector, es de gran importancia resaltar que durante los últimos 3 años el fortalecimiento de las operaciones domésticas ha permitido que la aerolínea consolide su posición de mercado y mejore las condiciones del servicio, con lo cual soporta un buen punto de partida para mejorar su desempeño internacional.

En términos internacionales, Avianca Holdings movilizó para el año 2013 en sus rutas internacionales 10.332.760 pasajeros, lo cual representa un incremento del 5.0 % con relación al año anterior. El indicador ASK obtuvo un crecimiento del 4.2%. El RPK registró un ascenso del 6.6 %; así, obtuvo un factor de ocupación del 81.2 %.

Al realizar una comparación con las tasas de crecimiento internacionales establecidas por la IATA, se evidencia un menor desempeño de Avianca en términos internacionales con relación al sector. Frente al indicador operacional RPK, el sector creció un 5,4% mientras que la organización creció un 5% para el 2013. Con relación al indicador ASK el crecimiento internacional se situó en 4,9%, mientras la aerolínea obtuvo un resultado de 4,2%, lo cual indica que el número de

sillas internacionales disponibles de Avianca para el año 2013 fue inferior a lo experimentado en el sector.

Visto lo anterior se concluye que la aerolínea colombiana busca en primera instancia fortalecer su posición doméstica mejorando las condiciones del servicio, ampliando su capacidad instalada, y mejorando sus condiciones de eficiencia, lo cual constituirá en el mediano plazo un soporte fundamental para continuar fortaleciendo su operación, tanto regional como internacional.

### 3.3 Comparativo con la industria

Se toman en consideración múltiplos de las principales aerolíneas de estados unidos, Latinoamérica, Europa y Asia respectivamente.

La cotización de Avianca en el indicador EV/EBITDA muestra un nivel inferior con relación a sus competidores regionales e internacionales.

Tabla 10. EV/EBITDA Avianca 2012-2013

<b>AVIANCA HOLDINGS</b>			
<b>2012</b>		<b>2013</b>	
<b>EV/EBITDA</b>	<b>RPG</b>	<b>EV/EBITDA</b>	<b>RPG</b>
6,3	17,23	4,24	6,34
<b>Promedio histórico: 6,94</b>			

Fuente: Valores Bancolombia

Avianca presenta un EV/EBITDA de 6.3 para el año 2012 y 4.24 para el año 2013, mientras el promedio Latinoamericano para el año 2012 es de 10.35 y 8.52 para el año 2013. El promedio histórico de la aerolínea colombiana se encuentra cerca de 6.94. Esto muestra que la organización aún tiene un espacio importante de crecimiento regional en el mediano plazo, el cual se podrá desarrollar coherentemente con los planes estratégicos dispuestos para tal fin.

Tabla 11. EV/EBITDA Otras aerolíneas Suramericanas

AEROLÍNEA	PAÍS	2012		2013	
		RPG	EV/EBITDA	RPG	EV/EBITDA
GOL	BRASIL				6,81
LAN	CHILE	42,15	10,2		8,22
COPA	COLOMBIA	14,18	10,5	16,97	10,53
<b>PROMEDIO</b>		<b>28,165</b>	<b>10,35</b>	<b>16,97</b>	<b>8,52</b>

Fuentes: Global Securities y Latam Airlines

Al comparar el mismo indicador con relación a las principales aerolíneas de Estados Unidos, el resultado obtenido mantiene coherencia con el comparativo a nivel regional. En términos cuantitativos el promedio obtenido en EV/EBITDA para las principales aerolíneas de Estados Unidos es de 5.57 para el año 2012 y 4.97 para el año 2013.

Tabla 12. EV/EBITDA aerolíneas norteamericanas

AEROLÍNEA	PAÍS	2012		2013	
		RPG	EV/EBITDA	RPG	EV/EBITDA
DELTA	USA	7	5,1	6,9	5,1
CONTINENTAL	USA	82,4	5,4	9,2	4,3
JET BLUE	USA	21	6,2	13,3	5,5
<b>PROMEDIO</b>		<b>36,80</b>	<b>5,57</b>	<b>9,80</b>	<b>4,97</b>

Fuentes: Bloomberg y Latam Airlines

Por su parte, las aerolíneas europeas y asiáticas marcan un promedio de 5.82 para el año 2012 y, 5.05 para el 2013. En comparación con los referentes mencionados, la aerolínea colombiana sigue cotizando por debajo del potencial del sector, tanto a nivel mundial como a nivel regional, lo que en teoría mantendría la percepción de crecimiento sostenible en el mediano plazo.

Tabla 13. EV/EBITDA aerolíneas mundiales

AEROLÍNEA	PAÍS	2012		2013	
		RPG	EV/EBITDA	RPG	EV/EBITDA
RYANAIR	IRLANDA	17,1	8,9	14,4	8
LUFTHANSA	ALEMANIA	6,5	3	11,6	2,6
AIR FRANCE	FRANCIA		5,6		4,9
BRITISH	REINO UNIDO		6	29,9	4,6
AIR CHINA	CHINA	10,5	8,3	9,2	6,8
QANTAS	AUSTRALIA		3,1	35,1	3,4
<b>PROMEDIO</b>		<b>11,37</b>	<b>5,82</b>	<b>20,04</b>	<b>5,05</b>

Fuentes: Bloomberg y Latam Airlines

## 4 CÁLCULO FLUJO DE CAJA LIBRE DESCONTADO

### 4.1 Proyecciones para la valoración

Para determinar el precio objetivo de la acción a diciembre 31 de 2014, se proyecta el valor a esta fecha. Para el cálculo de los ingresos por pasajeros movilizados, se considera una tasa de crecimiento del 5,8% de acuerdo a previsiones de crecimiento establecidas por la (IATA, 2014) (International Air Transport Association). Respecto al crecimiento de los ingresos en la movilización de carga, se considera un incremento periódico del 4%, de acuerdo a estudios previos realizados por la misma institución. Las tasas referenciadas, tanto para la operación de pasajeros como para la operación de carga, serán replicadas en los períodos 2014 – 2015 – 2016-2017. Ver anexo 3.

Los gastos de operación serán proyectados de acuerdo a las previsiones de crecimiento para Latinoamérica, establecidas por el (FMI, 2014), la cual se sitúa en 2,5%; esta tasa será constante para los períodos proyectados. Se considera una postura conservadora frente a las condiciones futuras que puedan presentarse en los próximos cuatro años (2014 a 2017).

Los impuestos anuales serán considerados como la tasa máxima vigente, establecida por el gobierno colombiano: 33%.

La variación de la inversión en activos fijos se realiza de acuerdo a la tasa de crecimiento esperada en asientos disponibles para América Latina, establecida por (Avianca, 2014) para el período 2014; esta tasa se encuentra situada entre el 7% y 8%. Para efectos de la valoración se tomará el promedio entre ambas tasas, obteniendo una cifra de 7,5%, la cual sigue siendo coherente con la estrategia de renovación de aeronaves, establecida en el plan de inversión de la compañía.

La variación en el capital de trabajo se hace tomando en consideración la diferencia entre activos corrientes – pasivos corrientes (excepto los ingresos diferidos por transporte no devengado). El aumento, tanto en activos corrientes

como en pasivos corrientes, estará determinado por la tasa de crecimiento económico mundial calculada para el año 2014 en 3,0%, y, para el año 2015 en 3,4%. Para los años 2016 y 2017 se replicará la tasa del período 2015. El incremento aplicado se realiza con el fin mantener la menor cantidad de efectivo y mantener bajo control las cuentas de cobro dudoso, ya que son estos rubros los que poseen una mayor participación dentro del activo corriente.

De igual manera, con la tasa de crecimiento establecida para este rubro, se espera mantener bajo el ítem de cuentas por pagar registradas en el pasivo corriente, ya que es este rubro es el que registra mayor participación dentro del total de pasivos corrientes. (ONU, 2014).

El costo de la deuda se establecerá en 8,375 % anual, cifra que corresponde al rendimiento de los bonos emitidos por la aerolínea el 10 de mayo de 2013 con vencimiento en el año 2020.

El costo del patrimonio será calculado a través del modelo CAPM, en el cual se considerara la tasa libre riesgo como el rendimiento de los bonos del tesoro americano a 10 años, el cual a la fecha de consulta (abril 30 de 2014) se sitúa en 2,65%.(Finance, 2014).

La tasa de mercado escogida para la valoración será el rendimiento del índice Dow Jones durante el último año, cifra que se sitúa en 12,7%. (Mayo 1/2013 a abril 30/2014). (Finance, Dow Jones Industrial Average, 2014).

El beta considerado será de 2,66, según cálculo realizado.

Tabla 14. Beta apalancado Avianca

<b>Cálculo Beta apalancado</b>	
Porción corriente deuda largo plazo	\$ 314.165
Deuda largo plazo	\$ 1.951.330
	<b>\$ 2.265.495</b>
Acciones comunes	\$ 83.225
Acciones preferentes	\$ 41.398
Capital adicional pagado en acciones comunes	\$ 236.342
Capital adicional pagado en acciones preferentes	\$ 467.498
	<b>\$ 828.463</b>
<b>BETA APALANCADO</b>	<b>2,66</b>

Fuente: elaboración propia (miles de dólares)

El valor de continuidad será calculado tomando como base el flujo de caja estimado para el año 2017. El gradiente de crecimiento para el cálculo del valor de continuidad se tomará de referencia el 2,5%, tasa que corresponde al margen de beneficio neto (rentabilidad) del sector aéreo según estimaciones de la asociación internación de transporte aéreo. (IATA, 2014).

Previsión de crecimiento de la demanda mundial de petróleo (Jet fuel) hasta el 2019: 1,3%. (iea.org, 2014).

Techo meta de inflación para 2014 en Colombia: 4%. Fuente: Banco de la República, indicadores económicos, meta de inflación, gráfica meta de inflación e inflación total (junio 2012 a junio 2014).(Banco de la República, 2014).

Margen de contratación de personal de la aerolínea: 1.5%. Cifra estimada de acuerdo con proyección de compra de aeronaves de Avianca Holdings. (Ver Tabla 1).

Tabla 15. Supuestos para la valoración

<b>CONCEPTOS</b>	<b>2014</b>	<b>2015 en Adelante</b>
Pasajeros	5,80%	
Carga y otros	4,00%	
Gastos de operación	4,15%	4,15%
Activos corrientes	3%	3,4%
Pasivos corrientes	3%	3,4%
Ingresos diferidos por transporte no devengado	3%	3,4%
Inversión de capital	8,00%	
Tasa impuestos	33,00%	
Costo del patrimonio	29,38%	
Tasa de Mercado (Rm)	12,70%	
Tasa Libre de Riesgo (Rf)	2,65%	
Beta ( $\beta$ )	2,66	
Costo de la deuda	8,38%	
Costo de capital	11,187%	
Tasa impositiva	33,00%	
Gradiente de crecimiento	2,50%	

Fuente: elaboración propia.

Tabla 16. Costo de combustible

<b>Relación consumo de combustible</b>		
<b>cifras (en miles de dólares)</b>		
	<b>2012</b>	<b>2013</b>
<b>Gastos de operación</b>	\$ 3.988.758	\$ 4.224.673
<b>Gasto de combustible</b>	\$ 1.305.396	\$ 1.325.763
<b>Combustible sobre gastos de operación</b>	32,7%	31,4%

Fuente: Estados financieros Avianca Holdings S.A.  
Informe de gestión 2013.

## 4.2 Valoración

Tabla 17. Valoración de la acción

<b>VALORACIÓN</b>		
VALOR NETO DE LA OPERACIÓN	en miles US\$	3.778.331,61
(+) CAJA Y EQUIVALENTES	en miles US\$	757.644,31
(+) INVERSIONES PERMANENTES	en miles US\$	15.324,34
(-) VALOR DEUDA	en miles US\$	2.107.436,40
VALOR TOTAL DE LA EMPRESA	en miles US\$	2.443.863,86
Valor Total de la Empresa en USD	en millones \$US	2.443.863.863,89
Número de Acciones en Circulación	en millones \$US	901.310.000,00
Precio de Acción en USD		2,71
<b>Precio de Acción en COP @1900 USD/COP</b>		<b>5.151,77</b>

Fuente: elaboración propia

## 5 CONCLUSIONES

El precio teórico de la acción resultante es de \$5,152 proyectado a diciembre 31 de 2014.

A la luz de los resultados, y tomando en consideración el precio teórico de la acción encontrado a través de la metodología de flujo de caja libre descontado, se identifica claramente que la confianza del inversionista frente a la compañía aún se encuentra en proceso de construcción, situación que impacta negativamente en la consolidación del precio de la especie, a tal punto que su comportamiento en el mercado no refleja de manera coherente la situación real de la organización desde el marco de los resultados económicos, las políticas de inversión, el gobierno corporativo y la consolidación de nuevos mercados.

Otro factor que refleja el comportamiento de la especie en el mercado es el sector en el que se desenvuelve la aerolínea. Si bien, cada vez en mayor medida las coyunturas mundiales en ámbitos económicos, políticos, sociales, e incluso culturales, permean cada vez más las empresas, el sector aeronáutico presenta gran sensibilidad a cambios en otros sectores económicos. Esto hace que este sector, a nivel mundial, tenga más amenazas que oportunidades.

Aun con los retos que revela el sector aéreo para sus participantes, se concluye que la organización Avianca Holdings todavía cuenta con un margen de acción importante que le permitirá continuar su proyecto de consolidación en el mercado local e internacional, apoyada por los grandes proyectos de inversión en desarrollo para los próximos 5 años y con la visión clara de querer ser la primera aerolínea en Suramérica.

## 6 BIBLIOGRAFÍA

- Arias, F. (4 de Marzo de 2014). Avianca voló alto en utilidades. *El Colombiano*, pág. 16.
- Avianca. (2014). *Aviancaholdings.com*. Recuperado el 15 de Marzo de 2014, de sitio web de Avianca Holdings:  
<http://www.aviancaholdings.com/noticia/perspectivas-2014/107>
- Banco de la República. (01 de Junio de 2014). <http://www.banrep.gov.co/>.  
Recuperado el 2014, de <http://www.banrep.gov.co/>:  
<http://www.banrep.gov.co/>
- Cárdenas, L. A. (08 de 12 de 2008). *historiasdegrandes exitos.com*. Recuperado el 02 de 11 de 2013, de  
<http://www.historiasdegrandes exitos.com/2008/12/historia-de-avianca.html>
- Comunidad Andina ORG. (6 de Marzo de 2009). *Propuesta indicadores de transporte aéreo*. Recuperado el 13 de Febrero de 2014, de  
[http://intranet.comunidadandina.org/Documentos/Reuniones/DTrabajo/SG\\_REG\\_ESTAER\\_VII\\_dt%207.doc](http://intranet.comunidadandina.org/Documentos/Reuniones/DTrabajo/SG_REG_ESTAER_VII_dt%207.doc)
- Córdoba, M. (2007). *Gerencia Financiera Empresarial* (Primera ed.). Bogotá, Colombia: Ecoe Ediciones Ltda.
- Dumrauf, G. L. (2010). *Finanzas Corporativas: un enfoque latinoamericano* (Segunda ed.). Buenos Aires, Argentina: Alfaomega.
- Ehrhardt, M. C., & Brigham, E. F. (2007). *Finanzas Corporativas* (Segunda ed.). México D.F.: Cengage Learning.
- Enter.co. (2013). *Revista Enter*. Recuperado el 2013, de  
<http://www.enter.co/lanzamientos/avianca/2013/avianca-la-historia-de-93-anos-de-innovacion/>

- Finance, G. (01 de 05 de 2014). *Google Finance*. Obtenido de <http://www.google.com/finance/historical?cid=983582&startdate=May+1%2C+2013&enddate=Apr+30%2C+2014&num=30&ei=-TriU7DhBler8gbnu4CgBg>
- Finance, G. (30 de 04 de 2014). *Stock Marquets Cuotes*. Recuperado el 30 de 04 de 2014, de Google Finance: <http://www.google.com/finance>
- FMI. (24 de Abril de 2014). *Boletín del FMI*. Recuperado el 29 de Abril de 2014, de Sitio web del FMI: <http://www.imf.org/external/Spanish/pubs/ft/survey/so/2014/CAR042414BS.htm>
- FMI. (21 de Enero de 2014). *Perspectivas de la Economía Mundial al día*. Recuperado el 28 de Marzo de 2014, de Sitio web de IMF Organization: <http://www.imf.org/external/spanish/pubs/ft/weo/2014/update/01/pdf/0114s.pdf>
- García, Ó. L. (2003). *Valoración de empresas, gerencia de valor y eva*. Cali: Prensa Moderna.
- Gitman, L. (2007). *Principios de Administración Financiera* (Decimoprimera Edición, 2007 ed.). México D. F.: Pearson.
- Guerra, L., & Llerena, Á. (2004). *PROYECTO DE ANÁLISIS FINANCIERO Y VALORACIÓN DE LA AEROLÍNEA LAN CHILE*. Proyecto de grado , Escela Superior Politécnica del Litoral, Guayaquil.
- Gutiérrez Betancur, J. C. (2009). Estimación multicriterio del costo de capital patrimonial. *Ad-Minister*(15), 13-31.
- Hernández, J. A. (2012). Propuesta metodológica para la construcción de un ranking de emisores en la Bolsa de Valores de Colombia. *Equidad & Desarrollo*(18), 161-209.

- IATA. (12 de Marzo de 2014). *La industria, camino de conseguir beneficios por segundo año consecutivo*. Recuperado el 20 de Abril de 2014, de Sitio web de IATA: <http://www.iata.org/pressroom/pr/Documents/Spanish-PR-2014-03-12-01.pdf>
- iea.org. (20 de Junio de 2014). *Acerca de IEA*. Recuperado el 2014, de <http://www.iea.org/newsroomandevents/pressreleases/2014/june/name-104999-en.html>
- La República. (1 de Octubre de 2013). *larepublica.co*. Recuperado el 28 de 02 de 2014, de [http://www.larepublica.co/empresas/entre-enero-y-agosto-avianca-transport%C3%B3-16-millones-de-pasajeros\\_66076](http://www.larepublica.co/empresas/entre-enero-y-agosto-avianca-transport%C3%B3-16-millones-de-pasajeros_66076)
- ONU. (2014). *UN Organization*. Recuperado el 30 de Marzo de 2014, de Sitio web de las Naciones Unidas: [http://www.un.org/en/development/desa/policy/wesp/wesp\\_current/2014wesp\\_es\\_sp.pdf](http://www.un.org/en/development/desa/policy/wesp/wesp_current/2014wesp_es_sp.pdf)
- Rosenbaum, J., & Pearl, J. (2009). *Investment Banking. Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers & Acquisitions*. New Jersey: Wiley.
- Rosenbaum, Joshua; Pearl, Joshua. (2009). *Investment Banking. Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers & Acquisitions*. New Jersey: Wiley.
- Trujillo Dávila, M. A. (2006). Fundamentos de finanzas corporativas. *Colección Lecciones de Administración*, 153-174.
- Van Horne, J. (1993). *Administración financiera* (Novena ed.). México D.F.: Prentice Hall.
- Word Airline Awards*. (01 de 2014). Recuperado el 30 de 03 de 2014, de Sitio web de World Airline Awards: [http://www.worldairlineawards.com/Awards\\_2013/Airline2013.htm](http://www.worldairlineawards.com/Awards_2013/Airline2013.htm)

## 7. ANEXOS

# ANEXOS

## ANEXO 1. BALANCE GENERAL 2013-2013

<b>AVIANCA HOLDINGS S. A. Y SUBSIDIARIAS</b> (en miles de USD , excepto las acciones y valores por acción) <b>BALANCE GENERAL</b>				
	2013	2012	2013	2012
<b>ACTIVO</b>				
<b>Activos corrientes</b>				
Efectivo y equivalentes	\$ 735.577	\$ 402.997	56,79%	45,82%
Efectivo restringido	\$ 23.538	\$ 6.547	1,82%	0,74%
Inversiones disponibles para la venta		\$ 19.460	0,00%	2,21%
Cuentas por cobrar, neto de estimación			0,00%	0,00%
Para cuentas de cobro dudoso	\$ 276.963	\$ 202.962	21,38%	23,08%
Cuentas por cobrar por partes relacionadas	\$ 26.425	\$ 29.427	2,04%	3,35%
Repuestos no reparables y suministros ,			0,00%	0,00%
Neto de provisión por obsolescencia	\$ 53.158	\$ 48.796	4,10%	5,55%
Gastos pagados por anticipado	\$ 46.745	\$ 54.512	3,61%	6,20%
Activos mantenidos para la venta	\$ 7.448	\$ 9.832	0,58%	1,12%
Depósitos y otros activos	\$ 125.334	\$ 105.028	9,68%	11,94%
<b>Total activos corrientes</b>	<b>\$ 1.295.188</b>	<b>\$ 879.561</b>		

<b>Activos no corrientes</b>				
Inversiones disponibles para la venta	\$ 14.878	\$ 13.165	0,4%	0,4%
Depósitos y otros activos	\$ 189.176	\$ 221.558	4,9%	6,4%
Cuentas por cobrar , neto de estimación para cuentas de			0,0%	0,0%
Cobro dudoso	\$ 32.441	\$ 64.540	0,8%	1,9%
Cuentas por cobrar con partes relacionadas		\$ 24.001	0,0%	0,7%
Activos intangibles	\$ 363.103	\$ 344.908	9,3%	10,0%
Impuesto diferido activo	\$ 50.893	\$ 73.644	1,3%	2,1%
Propiedades y equipo neto	\$ 3.233.358	\$ 2.699.546	83,3%	78,4%
<b>Total activos no corrientes</b>	<b>\$ 3.883.849</b>	<b>\$ 3.441.362</b>		
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>\$ 5.179.037</b>	<b>\$ 4.320.923</b>		

	2013	2012	2013	2012
<b>PASIVO</b>				
<b>Pasivos corrientes</b>				
Porción corriente deuda largo plazo	\$ 314.165	\$ 282.145	18,95%	18,43%
Cuentas por pagar	\$ 509.129	\$ 488.568	30,70%	31,92%
Cuentas por pagar con partes relacionadas	\$ 7.553	\$ 7.309	0,46%	0,48%
Gastos acumulados	\$ 134.938	\$ 181.802	8,14%	11,88%
Provisión para litigios	\$ 14.984	\$ 7.903	0,90%	0,52%
Provisión para condiciones de retorno	\$ 33.033	\$ 7.598	1,99%	0,50%
Beneficios de empedados	\$ 52.392	\$ 57.241	3,16%	3,74%
Ingresos diferidos por transporte no devengado	\$ 564.605	\$ 468.789	34,05%	30,62%
Otros pasivos	\$ 27.432	\$ 29.470	1,65%	1,93%
<b>Total pasivos corrientes</b>	<b>\$ 1.658.231</b>	<b>\$ 1.530.825</b>		

<b>Pasivos no corrientes</b>				
Deuda largo plazo	\$ 1.951.330	\$ 1.572.299	84,62%	77,15%
Cuentas por pagar	\$ 2.735	\$ 3.041	0,12%	0,15%
Provisión para condiciones de retorno	\$ 56.065	\$ 59.297	2,43%	2,91%
Beneficios de empleados	\$ 276.284	\$ 400.831	11,98%	19,67%
Pasivo por impuesto diferido	\$ 7.940	\$ 2.528	0,34%	0,12%
Otros pasivos no corrientes	\$ 11.706		0,51%	0,00%
<b>Total pasivos no corrientes</b>	\$ 2.306.060	\$ 2.037.996		
<b>TOTAL PASIVOS</b>	\$ 3.964.291	\$ 3.568.821		
<b>PATRIMONIO</b>				
acciones comunes	\$ 83.225	\$ 92.675	6,9%	12,3%
acciones preferentes	\$ 41.398	\$ 19.473	3,4%	2,6%
capital adicional pagado en acciones comunes	\$ 236.342	\$ 263.178	19,5%	35,0%
capital adicional pagado en acciones preferentes	\$ 467.498	\$ 270.061	38,5%	35,9%
utilidades retenidas	\$ 351.102	\$ 68.153	28,9%	9,1%
revaluacion y otras reservas	\$ 28.857	\$ 25.418	2,4%	3,4%
total patrimonio atribuible a la compañía	\$ 1.208.422	\$ 738.958	99,5%	98,3%
participacion no controladora	\$ 6.324	\$ 13.144	0,5%	1,7%
<b>total patrimonio</b>	\$ 1.214.746	\$ 752.102		
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	\$ 5.179.037	\$ 4.320.923		

## ANEXO 2. ESTADO DE RESULTADOS 2012 – 2013

<b>AVIANCA HOLDINGS S.A Y SUBSIDIARIAS</b>		
(en miles de USD , excepto las acciones y valores por acción)		
<b>ESTADO DE RESULTADOS</b>		
	<b>2012</b>	<b>2013</b>
<b>Ingresos operacionales</b>		
pasajeros	\$ 3.550.559	\$ 3.862.397
carga y otros	\$ 719.097	\$ 747.207
<b>Total ingresos operacionales</b>	<b>\$ 4.269.656</b>	<b>\$ 4.609.604</b>
<b>Gastos operacionales</b>		
operaciones de vuelo	\$ 84.774	\$ 82.872
combustible de aeronaves	\$ 1.305.396	\$ 1.325.763
operaciones terrestres	\$ 321.552	\$ 343.812
arrendamiento de aeronaves	\$ 255.566	\$ 273.643
servicio a pasajeros	\$ 132.823	\$ 143.512
mantenimiento y reparación	\$ 222.705	\$ 188.659
tráfico aéreo	\$ 169.650	\$ 180.140
mercadeo y ventas	\$ 522.645	\$ 584.468
generales, administrativos y otros	\$ 206.666	\$ 257.273
salarios, sueldos y beneficios	\$ 644.901	\$ 674.951
depreciación, amortización y deterioro	\$ 122.080	\$ 169.580
<b>Total gastos operacionales</b>	<b>\$ 3.988.758</b>	<b>\$ 4.224.673</b>
<b>Utilidad operacional</b>	<b>\$ 280.898</b>	<b>\$ 384.931</b>
gastos por intereses	\$ (122.112)	\$ (113.330)
ingresos por intereses	\$ 25.006	\$ 11.565
instrumentos derivados	\$ (24.042)	\$ (11.402)
diferencial cambiario	\$ (56.788)	\$ 23.517
<b>Utilidad antes de impuesto de renta</b>	<b>\$ 102.962</b>	<b>\$ 295.281</b>
gastos de impuesto sobre la renta corriente	\$ (49.884)	\$ (40.296)
gastos de impuesto sobre la renta diferido	\$ (14.821)	\$ (6.164)
<b>Total gasto sobre por impuesto de renta</b>	<b>\$ (64.705)</b>	<b>\$ (46.460)</b>
<b>UTILIDAD NETA DEL AÑO</b>	<b>\$ 38.257</b>	<b>\$ 248.821</b>

### ANEXO 3. FLUJO DE CAJA

CONCEPTOS	Observados		Proyectados			
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>INGRESOS OPERACIONALES</b>						
Pasajeros	3.550.559	3.862.397	4.086.416	4.323.428	4.574.187	4.839.490
Carga y otros	719.097	747.207	777.095	808.179	840.506	874.127
<b>Total ingresos operacionales</b>	<b>4.269.656</b>	<b>4.609.604</b>	<b>4.863.511</b>	<b>5.131.607</b>	<b>5.414.693</b>	<b>5.713.616</b>
<b>GASTOS OPERACIONALES</b>						
Operaciones de vuelo	84.774	82.872				
Combustible de aeronaves	1.305.396	1.325.763				
Operaciones terrestres	321.552	343.812				
Arrendamiento de aeronaves	255.566	273.643				
Servicios a pasajeros	132.823	143.512				
Mantenimiento y reparación	222.705	188.659				
Tráfico aéreo	169.650	180.140				
Mercadeo y ventas	522.645	584.468				
Generales, administrativos y otros	206.666	257.273				
Salarios, sueldos y beneficios	644.901	674.951				
Depreciación, amortización y deterioro	122.080	169.580	176.618	183.947	191.581	199.532
<b>Total gastos operacionales</b>	<b>3.988.758</b>	<b>4.224.673</b>	<b>4.399.997</b>	<b>4.582.597</b>	<b>4.772.775</b>	<b>4.970.845</b>
<b>UTILIDAD OPERACIONAL</b>						
<b>Total Utilidad operacional</b>	<b>280.898</b>	<b>384.931</b>	<b>463.514</b>	<b>549.010</b>	<b>641.919</b>	<b>742.772</b>

OTROS GASTOS	Observados		Proyectados			
	2.012	2.013	2.014	2.015	2.016	2.017
Gastos por intereses	- 122.112	- 113.330				
Ingresos por intereses	25.006	11.565				
Instrumentos derivados	- 24.042	- 11.402				
Diferencial cambiario	- 56.788	23.517				
<b>Total Otros Gastos</b>	<b>- 177.936</b>	<b>- 89.650</b>				
<b>UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS</b>						
<b>Utilidad antes de impuesto de renta</b>	<b>- 177.936</b>	<b>- 89.650</b>				
Gastos de impuesto sobre la renta corriente	- 49.884	- 40.296				
Gastos de impuesto sobre la renta diferido	- 14.821	- 6.164				
<b>Total gasto sobre por impuesto de renta</b>	<b>- 64.705</b>	<b>- 46.460</b>				
<b>UTILIDAD NETA</b>						
<b>Total Utilidad Neta</b>	<b>- 242.641</b>	<b>- 136.110</b>				
INFORMACION BALANCE	Observados		Proyectados			
	2.012	2.013	2.014	2.015	2.016	2.017
<b>Total activos corrientes</b>	<b>879.561</b>	<b>1.295.188</b>	<b>1.334.044</b>	<b>1.379.401</b>	<b>1.426.301</b>	<b>1.474.795</b>
<b>Total pasivos corrientes</b>	<b>1.530.825</b>	<b>1.658.231</b>	<b>1.707.978</b>	<b>1.766.049</b>	<b>1.826.095</b>	<b>1.888.182</b>
<b>Ingresos diferidos por transporte no devengado</b>	<b>468.789</b>	<b>564.605</b>	<b>564.605</b>	<b>564.605</b>	<b>564.605</b>	<b>564.605</b>
<b>KTNO (Capital de trabajo neto operativo)</b>	<b>- 182.475</b>	<b>201.562</b>	<b>190.671</b>	<b>177.957</b>	<b>164.811</b>	<b>151.218</b>
<b>Inversion activos de capital</b>	<b>2.699.546</b>	<b>3.233.358</b>	<b>3.492.027</b>	<b>3.771.389</b>	<b>4.073.100</b>	<b>4.398.948</b>

<b>WACC</b>						
<b>Total Activos</b>		<b>5.179.037</b>				
<b>Total Patrimonio</b>		<b>1.214.746</b>				
<b>Total Pasivos</b>		<b>3.964.291</b>				
<b>WACC</b>		<b>0</b>				
<b>FLUJO DE CAJA AVIANCA</b>	<b>Observados</b>		<b>Proyectados</b>			
	<b>2.012</b>	<b>2.013</b>	<b>2.014</b>	<b>2.015</b>	<b>2.016</b>	<b>2.017</b>
EBITDA	402.978	554.511	640.132	732.958	833.500	942.303
(-) Depreciaciones y amortizaciones	122.080	169.580	176.618	183.947	191.581	199.532
<b>(=) Utilidad operativa</b>	<b>280.898</b>	<b>384.931</b>	<b>463.514</b>	<b>549.010</b>	<b>641.919</b>	<b>742.772</b>
Impuestos aplicados	- 64.705	- 46.460				
Tasa impuestos operativos	0	0	0	0	0	0
Impuestos operativos	45.103	32.252	152.960	181.173	211.833	245.115
<b>(=) UODI ( utilidad operativa después de impuestos)</b>	<b>235.795</b>	<b>352.679</b>	<b>310.555</b>	<b>367.837</b>	<b>430.086</b>	<b>497.657</b>
(+) Depreciación y amortizaciones	122.080	169.580	176.618	183.947	191.581	199.532
<b>(=) Flujo de caja bruto</b>	<b>357.875</b>	<b>522.259</b>	<b>487.172</b>	<b>551.784</b>	<b>621.667</b>	<b>697.189</b>
(-) Variación de capital de trabajo neto operativo (KTNO)	- 182.475	384.037	10.891	- 12.714	- 13.146	- 13.593
(-) Inversión en activos fijos	860.326	533.812	258.669	279.362	301.711	325.848
<b>(=) Flujo de Caja Libre</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>217.612</b>	<b>259.708</b>	<b>306.809</b>	<b>357.748</b>
WACC		0	0	0	0	0
<b>(=) Flujo de Caja Libre Descontado</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>217.369</b>	<b>259.128</b>	<b>305.782</b>	<b>356.151</b>
<b>Valor de Continuidad</b>						<b>4.118.230</b>
<b>Valor de Continuidad Descontado</b>			<b>2.996.052</b>			

Fuente: elaboración propia