

Presentación del reporte: Mayo 21 de 2013

AVIANCA TACA HOLDING S.A.

BVC: PFAVTA

Primera Cobertura

Fecha de Valoración: Abril 5 de 2013

Recomendación: Comprar

Precio de la acción y valor del IGBC

Valor del Índice: IGBC: 13.742,97 puntos Precio de la acción: PFAVTA: \$4.425 COP

Precio esperado a 31 de Diciembre de 2013: \$5.570 COP

Su potencial de valoración con respecto al precio del mercado es superior al 25%.

Tabla de valoración con los datos financieros más destacados

COP (Millones)	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
FCL	1,019,343	424,719	368,192	142,438	388,281	569,661	801,917	1,063,932
WACC pesos	11.04%	11.00%	11.12%	11.12%	11.12%	11.12%	11.12%	11.12%
Margen NETO	2.07%	2.86%	4.60%	7.88%	10.69%	13.41%	15.88%	18.01%
EBITDAR	1,082,597	1,290,497	1,293,372	1,963,327	2,586,768	3,279,510	3,967,684	4,705,990
Margen EBITDAR	20.34%	18.27%	16.91%	22.90%	27.15%	31.22%	34.61%	37.78%

Capitalización del mercado, datos financieros y accionarios

Capitalización Bursátil: \$3.988.287 millones de pesos (COP)

Acciones en circulación: 159.907.920

Volumen promedio diario (últimos 3 meses): \$1.534,05 millones

Bursatilidad: Alta

Participación índice: IGBC: 0,890%, COLCAP: 0,661%, COL20: 7,178%

Cotiza en: Bolsa de Valores de Colombia.

Beta: 1.69

Rango ultimo año: \$3.460 COP - \$4.740 COP

Dividendos: \$75 por acción pagados en una única cuota.

Apreciación global de la Compañía

Localización: República de Panamá.

Industria: Aérea.

Descripción: Compañía inversionista en empresas de transporte aéreo de pasajeros y de carga, en empresas de transporte terrestre de carga y mensajería (Courier) y en empresas dedicadas a otros servicios

relacionados.

Productos y Servicios: Servicio de transporte aéreo para viajeros y para carga.

Sitio web de la Compañía: www.aviancataca.com

Analistas:

Albert Morales Acevedo

Villalba Ramírez Zuluaga

Directora de la Investigación:

Sandra C. Gaitán Riaño

Asesor de Investigación:

Luis Fernando Mondragón



DESEMPEÑO DEL PRECIO DE LA ACCIÓN

Analizando el comportamiento de la acción durante el último año, se puede apreciar una tendencia alcista desde el inicio del año 2012 al cierre del primer trimestre del año 2013. Este comportamiento ha generado una valorización del 30.53% pasando de una cotización de \$3.390 COP el 2 de enero del 2012 a \$4.425 COP el 5 de abril del 2013.

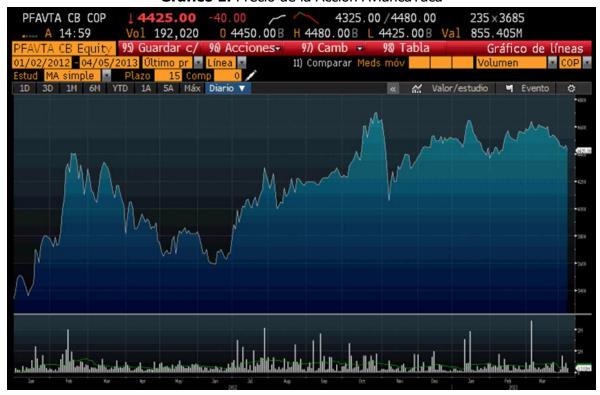


Gráfico 1. Precio de la Acción AviancaTaca

Fuente: Bloomberg. Abril 5 de 2013.

RESUMEN DE INVERSIÓN

La inversión en acciones de AviancaTaca es de alto riesgo debido principalmente a dos factores fundamentales que pueden afectar el desempeño de la compañía. Por una parte, su relación con el ciclo de la industria puede generar restricciones en las estrategias de crecimiento, y por otra, el costo de combustible que representa aproximadamente el 30% de los ingresos operativos, el cual genera una alta correlación con el precio del petróleo.

No obstante, teniendo en cuenta que el crecimiento de la compañía ha excedido las proyecciones iniciales de la Administración y se ha ubicado por encima del crecimiento del sector, producto de la ejecución de los planes de renovación de la flota y de la integración entre las diferentes filiales y considerando además, las expectativas favorables de crecimiento para los próximos años de las economías donde se encuentra la aerolínea, se recomienda la toma de posiciones largas para portafolios con perfiles de riesgo moderado a agresivo. Adicional a esto, se considera que AviancaTaca cuenta con los suficientes inductores de valor para alcanzar el precio objetivo toda vez que el mercado reconozca su desempeño.



TESIS DE INVERSIÓN

Partiendo de una valoración realizada con la metodología de Flujo de Caja Libre Descontado (FCLD) y considerando los valores encontrados a través de la metodología de múltiplos comparables, emitimos una recomendación de COMPRA, con un precio objetivo para la acción de AviancaTaca de \$ 5.570 a diciembre de 2013, lo que nos indica un potencial de valoración del 25,9% respecto al precio de cierre de \$ 4.425 del 5 de Abril de 2013, explicado por el crecimiento de los ingresos operativos, la disminución en los costos de operación producto de la renovación de la flota, y del precio del petróleo, así como de las sinergias alcanzadas con la unificación del modelo de operación de las diferentes aerolíneas que conforman el grupo.

VALORACIÓN

Para determinar el precio objetivo de AviancaTaca a diciembre de 2013, se usó la metodología de Flujo de Caja Libre Descontado (FCLD)¹ con una proyección hasta el año 2017. Para el cálculo de los ingresos de la compañía se consideraron las proyecciones de crecimiento del sector en Latinoamérica, las expectativas de la compañía sobre el incremento de pasajeros y el factor de ocupación, así como el fortalecimiento de los servicios de carga, considerado en su plan de negocios 2012-2017, adicional al crecimiento esperado de la economía latinoamericana representada en la variación anual del IPC.

La proyección de las Inversiones de Capital de Largo Plazo se realizó de acuerdo con el plan de renovación de la flota definido por la administración de la compañía y con las órdenes en firme realizadas a los proveedores, y presentadas en sus planes de negocios 2011-2016 y 2012-2017, en el cual se aprecian incrementos en el CAPEX en los próximos 5 años.

Considerando los factores antes mencionados, se proyectaron los flujos de caja descontados de la compañía para los años definidos y con el costo promedio de capital (WACC) determinado para la empresa, se obtuvo un valor presente neto de la operación de \$ 8.222.160 millones de pesos. A lo anterior, se le sumaron \$700.876 millones de pesos de caja y equivalentes de efectivo y \$ 29.912 millones de pesos de inversiones permanentes y se le descontaron \$ 3.932.584 millones de pesos de pasivos, con lo que se determinó un valor total para la compañía de \$ 5.020.364 millones de pesos.

¹Limitación valoración con metodología de suma de partes: No obstante, recomendarse el método de valoración por suma de partes para compañías Holdings, en el presente caso no fue posible su aplicación dadas las restricciones de acceso a la información financiera y operacional discriminada para cada una de las compañías filiales y subsidiarias que integran la empresa AviancaTaca Holding S.A.



Tabla 1. Valoración Metodología Flujo de Caja Descontado

VALORACION	
Valor Neto de la Operación	\$8.222.160
(+) Caja y Equivalentes	\$700.876
(+) Inversiones Permanentes	\$29.912
(-) Valor de la Deuda	\$3.932.584
Valor Total de Empresa	\$5.020.364
Acciones en Circulación (millones)	901,31
Valor de la Acción (COP)	\$5.570

Fuente: Equipo de Valoración.

Cálculo tasa de descuento

Para realizar el cálculo del WACC, se consideró la tasa de los bonos norteamericanos a 10 años, la tasa de impuestos, el riesgo del mercado compuesto por la prima de riesgo del mercado y el riesgo del país, la calificación de la compañía basada en la cobertura de intereses, la relación de la deuda sobre el Equity y el beta de la compañía calculado con el referente del mercado.

Tabla 2. Datos considerados para el cálculo del WACC.

Variable	Valor
Tasa de impuestos	34%
Relación D/E	1,99
Tasa libre de riesgo	2,93%
Beta Apalancado Corregido por Caja	1,69
Riesgo de Mercado	8,80%
Costo patrimonio	15,78%
Costo deuda	8,93%
WACC	11,12%

Fuente: Equipo de valoración

Análisis de sensibilidad

Evaluando los posibles escenarios generados ante variaciones del WACC (en pesos) y variaciones del crecimiento en ASK (sillas disponibles por kilómetro volado), consideradas estas como variables fundamentales para la valoración de la compañía, encontramos que el precio de la acción se ubicaría en un rango entre \$ 4.219 y \$ 7.037.



Tabla 3. Análisis de sensibilidad de variaciones en el crecimiento en ASK y el WACC

			V	IACC pesos		
		10,42%	10,77%	11,12%	11,47%	11,82%
	7,32%	4.152	3.832	3.535	3.258	2.999
	7,82%	5.243	4.877	4.536	4.219	3.922
Crecimiento ASK ²	8,32%	6.366	5.951	5.570	5.206	4.871
ASIC	8,82%	7.501	7.037	6.606	6.205	5.830
	9,32%	8.624	8.110	7.633	7.188	6.773

Fuente: Equipo de valoración

Analizando varios escenarios resultantes de las variaciones del WACC y de la variación porcentual del costo del combustible sobre los ingresos, encontramos que el precio de la acción oscilará entre \$ 5.113 y \$ 6.049.

Tabla 4. Análisis de sensibilidad de variaciones del porcentaje del combustible y el WACC

			W	ACC pesos		
		10.42%	10.77%	11.12%	11.47%	11.82%
	-1.85%	6,571	6,148	5,755	5,390	5,048
Reducción	-1.35%	6,468	6,049	5,660	5,298	4,959
porcentual	-0.85%	6,366	5,951	5,570	5,206	4,871
en costo de	-0.35%	6,262	5,851	5,469	5,113	4,781
Combustible	0.50%	6,088	5,683	5,307	4,957	4,630
	1.00%	5,985	5,584	5,212	4,865	4,541

Fuente: Equipo de valoración

Analizando varios escenarios resultantes de las variaciones del WACC y de la variación de la proyección del precio promedio del barril de petróleo, encontramos que el precio de la acción oscilará entre \$ 4.192 y \$ 6.659.

Tabla 5. Análisis de sensibilidad de variaciones proyección precio del petróleo

			W	IACC pesos		
		10,42%	10,77%	11,12%	11,47%	11,82%
	5,00%	4.439	4.102	3.789	3.497	3.225
Variación de	3,00%	5.223	4.854	4.512	4.192	3.894
Proyección del precio	0,00%	6.365	5.950	5.570	5.206	4.870
del petróleo	-2,00%	7.104	6.659	6.246	5.861	5.502
	-5,00%	8.180	7.692	7.239	6.816	6.422

Fuente: Equipo de valoración

² ASK: Sillas disponibles por kilometro volado.



DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

Historia, localización e infraestructura:

AviancaTaca comienza a partir de Octubre del 2009, cuando los accionistas de Avianca y de Taca Internacional Airlines S.A., acordaron aportar las acciones de cada una de las compañías a una nueva compañía holding, posteriormente, el 1 de febrero de 2010 se efectúa el cierre de dicho acuerdo luego de cumplir con todas las normativas legales y AviancaTaca aparece como uno de los mayores grupos de aerolíneas en Latinoamérica. Para conocer la historia de la compañía antes del 2009 es necesario hablar de la historia de las dos compañías por separado: Avianca y Taca.

En 1919 comenzó la historia de Avianca con la fundación de Scadta (Sociedad Colombo Alemana de Transporte Aéreo), convirtiéndose en la segunda aerolínea comercial a nivel mundial, luego de dos décadas, en el año 1940 Scadta se unió con Saco (Compañía de Servicio Aéreo Colombiano), para crear Avianca (Compañías Aerovías del Continente Americano S.A.). En 1994 se concreto la alianza estratégica entre Helicol, Sam y Avianca, dando vida al Sistema Avianca y a la creación de servicios adicionales como carga (Avianca Carga) y correo (Servicios Postales ahora Deprisa). En 1998 Avianca estableció su centro de conexiones en la ciudad de Bogotá. En el año 2002 las empresas: Avianca, Sam y Aces conformaron lo que se conoció como la Alianza Summa, la cual funcionaría hasta el 2003, momento en el cual los accionistas decidieron liquidarla y fortalecer la marca Avianca, a su vez, Aces inicio su proceso de liquidación. En el 2004 la compañía salió de la difícil situación de ley de quiebras de Estados Unidos y Synergy Group (conglomerado industrial con inversiones principalmente en el sector de exploración petrolera y la aviación) adquirió la empresa. En 2009 la compañía emitió bonos por \$500.000 millones de pesos en el mercado de valores con el fin de tener fuentes alternativas de financiación para la renovación de flota.

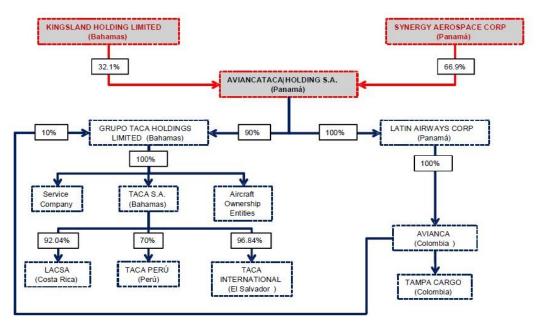
En el año 1931 se fundo en Honduras la Compañía de Transportes Aéreos Centroamericanos, TACA. Luego de 3 años, en 1934 se estableció en: El Salvador, Panamá, Nicaragua y Costa Rica, convirtiéndose de esta manera en la aerolínea líder de Centroamérica. A finales de la década de los 80, la aerolínea llevo a cabo la adquisición de Lacsa de Costa Rica, Nica de Nicaragua, Aviateca de Guatemala, Sahsa de Honduras, y cinco regionales más.

La fusión de las aerolíneas mencionadas fue motivada principalmente por que las aerolíneas no competían directamente en ninguna de sus rutas, excepto por las rutas Bogotá-Lima y Bogotá-San José. Para lograr este proceso sus principales accionistas determinaron que **Synergy Aerospace Corp.**, tendría el 66.9% de participación y que **Kingsland Holdings Ltd.** tendría el restante 32.1%. Además acordaron que se mantendrían las marcas debido a su importancia en sus países.



La siguiente grafica muestra la estructura corporativa principal:

Grafica 2: Estructura Corporativa Principal



Fuente: Prospecto de Información Acciones Preferenciales – Avianca Taca.

AviancaTaca es una compañía constituida conforme a las leyes de la República de Panamá, con carácter de sociedad anónima que tiene por objetivos generales:

"establecer, tramitar y llevar a cabo los negocios de una compañía inversionista en cualquier parte del mundo; actuar como sociedad tenedora de acciones de compañías dedicadas a actividades de transporte aéreo de pasajeros y carga, comprar, vender y negociar en toda clase de artículos de consumo, acciones de capital, bonos y valores de todas clases; comprar, vender, arrendar o de otro modo adquirir o disponer de bienes muebles o inmuebles; invertir en cualquier negocio industrial, comercial, ya sea como principal o accionista; recibir y dar dinero en préstamo, con garantía o sin ella; pactar, celebrar, dar cumplimiento y llevar a cabo contratos de toda clase; abrir y operar cuentas bancarias de cualquier naturaleza en cualquier parte del mundo, constituirse en fiador o garantizar el cumplimiento y observancia de cualquiera y todo contrato; dedicarse a cualquier negocio lícito no vedado a una sociedad anónima; y ejecutar cualquiera de las cosas que preceden como principales, agentes o en cualquier otro carácter representativo, sea el que fuere"³.

³ AviancaTaca. Prospecto de Información [en línea].

http://www.aviancataca.com/Lang/es/ri/documentos/prospectoDeInformacionAccionesPreferenciales.pdf [Citado en 18 de marzo de 2013]



Su domicilio principal está ubicado en Ciudad de Panamá, sin embargo, debido a las diferentes compañías que posee y al desarrollo de sus operaciones, tiene sedes ubicadas en Colombia, El Salvador, Costa Rica y Perú, entre otros países.

Ya como una sola compañía, en febrero de 2011 se implementó el programa de viajero frecuente LifeMiles, que unió AviancaPlus (antiguo programa de Avianca) y Distancia (antiguos programa de Taca). A finales de marzo de 2011 AviancaTaca Holding S.A. emitió 100 millones de acciones, con lo que recaudó \$500.000 millones de pesos. En 2010 AviancaTaca recibió la aceptación para entrar a ser miembro de Star Alliance. Finalmente, en junio de 2012 las directivas del Grupo manifestaron su intención para que Taca y AeroGal se unifiquen bajo el sello de la marca Avianca.

Productos y servicios:

A través de sus aerolíneas Avianca y Taca, AviancaTaca es un proveedor de servicios de transporte aéreo para viajeros y para carga, utilizando para tal fin sus cuatro centros de conexiones HUB's ubicados en Bogotá, Lima, San Salvador y San José de Costa Rica.

Transporte de pasajeros

Avianca
TACA

Actividades conexas

Avianca
Services

Actividades conexas

Avianca
Services

Avianca
Services

Avianca
Services

Avianca
Tours

Grafica 3: Productos Ofrecidos por línea de negocio

Fuente: Presentación Institutional Investor Day 2012. – AviancaTaca.



Tabla 6: Centros de Conexión

País	Ciudad
Colombia	Bogotá
Costa Rica	San José de Costa Rica
El Salvador	San Salvador
Lima	Perú
Total	4

Fuente: Equipo de valoración con información de AviancaTaca

Tabla 7: Destinos ofrecidos

Región	Países	Ciudades
Centroamérica	Aruba	1
	Costa Rica	2
	Cuba	1
	Curazao	1
	El Salvador	1
	Guatemala	2
	Honduras	4
	Nicaragua	1
	Panamá	4
	República Dominicana	2
Total Centroamérica	10	19
Europa	España	2
Total Europa	1	2
Norteamérica	Estados Unidos	11
	México	3
Total Norteamérica	2	14
Suramérica	Argentina	2
	Bolivia	2
	Brasil	4
	Chile	1
	Colombia	21
	Ecuador	2
	Paraguay	1
	Perú	7
	Uruguay	1
	Venezuela	2
Total Suramérica	10	43

Fuente: Equipo de valoración con información de AviancaTaca



Análisis DOFA:

A continuación relacionamos la matriz DOFA de la compañía.

Tabla 8. Análisis DOFA: Fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas.

FORTALEZAS	DEBILIDADES
 Moderna flota de aviones. Amplia frecuencia de vuelos y destinos, adicional a la incorporación de nuevas rutas comerciales. Posicionamiento de la marca. Implementación de sistemas operativos, producto de la integración. Participación mayoritaria en los mercados en los que participa. Convenios y acuerdos comerciales a nivel mundial. 	 Adecuación de los sistemas por la fusión Avianca - Taca. Los precios ofrecidos son elevados y genera que el cliente migre hacia la competencia.
OPORTUNIDADES	AMENAZAS
 Incursión a nuevos mercados. Desarrollo de nuevos productos. Tasa de crecimiento favorable del mercado aeronáutico en Latinoamérica del 5.8% al 2016⁴. Aprovechamiento de la diversidad en la segmentación del mercado del turismo mediante el incremento de nuevos turistas. 	 Altos costos del combustible. Incursión de aerolíneas de bajo costo. Escasez de controladores aéreos. Condiciones climáticas que afecten las operaciones aéreas. Incursión en el mercado Colombiano de la aerolínea LAN. Existencia de 6 organizaciones sindicales (SINTRAVA, SINDITRA, ACDAC, ACAV, ACMA y ACDIV) que agremian el 24% de los empleados.

Fuente: Equipo de valoración con información de AviancaTaca.

DESEMPEÑO DE LA ADMINISTRACIÓN Y ANTECEDENTES

Gestión de Incentivos: Incentivos y remuneración de la alta gerencia.

"La estructura de retribución variable asegura que los intereses de los colaboradores están alineados con los de los accionistas. AviancaTaca y sus subsidiarias cuentan con un sistema de remuneración variable en función de metas para colaboradores y directivos basado en variables operativas y financieras incluyendo un esquema de reparto de utilidades con los directivos según metas fijadas anual y semestralmente. Existen además programas para incentivar a los colaboradores basados en metas mensuales de cumplimiento de indicadores operacionales. Aunque el programa de incentivos de AviancaTaca está diseñado para premiar el desempeño operativo, financiero y el servicio al cliente, la prioridad de la Compañía es la seguridad. En caso de accidente, ningún empleado recibe incentivo alguno para el año en que ocurra el accidente".

⁴ International Air Transport Association (IATA). "El tráfico aéreo en América Latina, segundo en el ranking mundial de crecimiento". 9 de Enero de 2013

⁵ AviancaTaca (2011), Prospecto de Información Acciones Preferenciales.pdf



Gestión de Entrenamiento: Trayectoria de la alta gerencia en cuanto a formación y experiencia.

El equipo directivo de AviancaTaca se conformó en septiembre de 2010, algunos de sus miembros poseen más de 15 años de trayectoria en el sector.

El equipo gerencial está conformado de la siguiente forma:

Tabla 9. Equipo directivo de AviancaTaca

NOMBRE	CARGO	EXPERIENCIA
Fabio Villegas	CEO (Chief Executive Officer)	Presidente de AVIANCA. Presidente de ANIF (Asociación Nacional de Instituciones Financieras). Director General del Deutsche Bank y Rothschild Group en Bogotá.
Estuardo Ortiz	Vicepresidente Ejecutivo y COO (Chief Operating Officer)	Chief Operating Officer TACA. Vicepresidente de Ventas TACA. Vicepresidente Comercial TACA.
Gerardo Grajales	CFO (Chief Financial Officer)	Gerente regional de la financiera Finevesa. Gerente de Tesorería para Gillette de Colombia.
Ivonne de León	Vicepresidente Talento Humano	Vicepresidente de Talento Humano TACA. Director de Desarrollo Organizacional TACA.
Eduardo Asmar	Vicepresidente Planeación Corporativa	Director de Control Vuelos AVIANCA. Director de Reservas AVIANCA. Director de Planeación de la Red AVIANCA.
Rodrigo Plata	Vicepresidente Mercadeo y Ventas	Director Ejecutivo Tampa Cargo. Contralor financiero AVIANCA.
Alejandro Benítez	Vicepresidente Planeación de Flota y Red	Vicepte corporativo de desarrollo TACA. Vicepresidente de Planificación y Gestión de Ingresos TACA. Dir. de Dllo de Mercado y Alianzas TACA.
Alfredo Sol	Vicepresidente Planeación y Control Financiero	Director de Desarrollo Corporativo TACA. Director de Planificación Financiera TACA. Director de Desempeño del Negocio TACA.
Arnulfo Avelar	Vicepresidente Administración de Flota	Vicepresidente de Tesorería TACA. Director de Planificación Financiera TACA. Gerente de Análisis Financiero TACA.
Victor Mejía	Vicepresidente Carga	Director Taca Cargo. Gerente Regional de Ventas TACA. Líder de Proyectos de Dllo Estratégico TACA.

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.



María Cecilia	Vicepresidente	Directora de Tesorería AVIANCA.
Escallón	Tesorería Corporativa	Trabajó para Johnson & Johnson y el Citibank.
Rodrigo Samayoa	Vicepresidente Operaciones Financieras	Gerente de Operaciones TACA. Director de Control de Ingresos TACA. Director de Operaciones Financieras TACA.
Gustavo Cadavid	Vicepresidente Optimización de Ingresos	Director de Revenue Management AVIANCA. Analista de Yield Management AVIANCA.
Milton Solano	Vicepresidente Servicios Compartidos Contables	Gerente General LACSA en Costa Rica. Director de Planeación Financiera y Servicios Financieros TACA. Director de Finanzas y Administración TACA en El Salvador.
Matthew Vincett	Vicepresidente Lealtad	Vicepresidente Comercial TACA. Vicepresidente TACA Regional. Director de Desarrollo Estratégico TACA.
Rodrigo Llaguno	Vicepresidente Experiencia del Cliente	Director de Ventas TACA. Director de Comercio Electrónico TACA. Director de Planeación y Ejecución Comercial TACA.
Sergio Julián Jácome	Vicepresidente Operaciones de Vuelo AVIANCA	Director de Operaciones de vuelo AVIANCA. Jefe de Pilotos de la flota B767 de AVIANCA.
Jorge Solares	Vicepresidente Operaciones de Vuelo TACA	Vicepresidente de Operaciones de TACA. Dir. de Relaciones Institucionales de TACA. Gerente General de AVIATECA S.A.
Julio Gamero	Vicepresidente Aerolíneas Regionales	Director de Itinerarios y Distribución de TACA. Dir. de Optimización de Ingresos de TACA.
Miguel Montoya	Vicepresidente Ingeniería y Mantenimiento	Presidente comité técnico de ALTA (Asociación Latinoamericana de Aerolíneas). Supervisor, Inspector de control calidad, Auditor y Director de ACES.
Fernando Lara	Vicepresidente Tecnología de Información	Director de Tecnología de TACA. Director de Distribución Comercial de TACA. Director de Comercio Electrónico de TACA.
Elisa Murgas	Secretaria General	Abogada Vicepresidencia Legal de AVIANCA. Jefe del Departamento Laboral de AVIANCA.

Fuente: Equipo de valoración con información de AviancaTaca.

Independencia en la Administración

"Actualmente la Junta Directiva está compuesta por once (11) miembros principales elegidos por la Asamblea General de Accionistas, la mayoría de los cuales es independiente. Los accionistas de la compañía han adoptado estándares internacionales en sus órganos de administración, por lo que la Junta Directiva incluye seis (6) miembros independientes, seleccionados con base en los criterios establecidos en la Ley Sarbanes-Oxley de los Estados Unidos. La Junta Directiva determina la dirección estratégica de AviancaTaca Holding S.A. y es responsable de establecer la política general de negocios y del nombramiento de los directivos de la empresa y supervisar la administración de la misma"⁶. A la fecha la Junta Directiva está conformada de la siguiente manera:

⁶ AviancaTaca (2011), Prospecto de Información Acciones Preferenciales.pdf



Tabla 10. Miembros Junta Directiva de AviancaTaca

NOMBRE	EXPERIENCIA
Germán Efromovich	Hace 35 años conformó el Grupo Synergy, conglomerado empresarial.
José Efromovich	Desde hace 35 años participa en el desarrollo y expansión del Grupo Synergy.
Alexander Bialer	Miembro de la Junta Directiva de Sabesp, de Romi y de Pacific Rubiales, entre otras.
Roberto Kriete	Miembro del Consejo Directivo de Volaris de México. Presidente de la Junta Directiva y CEO del Grupo TACA. Presidente de la Asociación Latinoamericana y del Caribe de Transporte Aéreo (ALTA).
Marco Andrés Baldocchi Kriete	Miembro de la Junta Directiva del Banco Agrícola. Presidente del Grupo Prestomar, Gerente Citibank, N.A.
Isaac Yanovich Farbaiarz (Independiente)	Miembro de las Juntas Directivas de Inversiones Mundial S.A., Carvajal Internacional S.A., ISA Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P. Presidente de Invesa S.A., Lloreda Grasas S.A. y Ecopetrol.
Álvaro Jaramillo Buitrago (Independiente)	Miembro del Consejo Directivo de la Universidad del Norte de Barranquilla, de las Juntas Directivas de Casa Editorial El Tiempo S.A. y la Fundación Corona. Presidente en Invercrédito, AVIANCA y Bancolombia.
Ramiro Valencia Cossio (Independiente)	Gerente General de EPM, Gerente de la FLA. Ministro de Minas y Energía, Gobernador de Antioquia y Alcalde de Medellín (e).
Juan Guillermo Serna (Independiente)	Miembro de las Juntas Directivas de Vidagas SA; Progytech SA; Industria Química Andina S.A. y Cabarría S.A. Presidencia de la Organización Terpel S.A., La Dirección del Fondo de Garantías para las Instituciones Financieras.
Joaquín Palomo (Independiente)	Miembro de la Junta Directiva del Grupo Bancolombia en El Salvador, el Banco Agrícola S.A., Volaris, entre otros. Vicepresidente Ejecutivo Financiero, Vicepresidente Corporativo de Finanzas y Director de Finanzas y Administración para el Grupo TACA.
Oscar Darío Morales Rivera (Independiente)	Miembro de las siguientes Juntas Directivas: Propal, Assenda, Integrar, Pensiones y Cesantías Colpatria, Andi, Industrias Lehner, entre otros.

Fuente: Equipo de valoración con información de AviancaTaca.



ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

La industria aeronáutica en Latinoamérica cuenta con empresas líderes en cada país de la región, sin embargo, el mercado de transporte aéreo de pasajeros a nivel internacional es diverso y figuran más de 30 aerolíneas que viajan desde y hacia América Latina, según la Asociación Latinoamericana de Transporte Aéreo, ALTA.

Al cierre del 2011, la industria aérea en Latinoamérica se ubicó con un 7.7% como la tercer región de mayor crecimiento de transporte de pasajeros, superado solo por China con 14.2% y Medio oriente con 13.5%, en lo que respecta a la proyección de RPK para los próximos años, América Latina crecería el 6.6%, superada solo por China con el 6.9%.⁷ Por otra parte, según datos entregados por la ATAG (Air Transport Action Group), "el número de pasajeros en América Latina y el Caribe, se triplicará de 145,9 millones a 438,9 millones en los próximos 20 años"⁸.

RPK TACC 2012-2031 6.9% 6.6% 6.4% 6.4% 5.6% 5% 4.1% 2.8% China América Asia-Medio Latina África Pacífico Oriente Mundo Europa Norte América

Grafica 4: Proyección de crecimiento de tráfico de pasajeros

Fuente: Presentación Institutional Investor Day 2012. – AviancaTaca, con datos de la Asociación Latinoamericana de Transporte Aéreo (ALTA)

En los últimos años se ha podido apreciar un crecimiento exponencial sostenido de la industria aérea, lo que ha generado importantes beneficios a los países de la región, dentro de los cuales se aprecia el impulso al PIB de cada gobierno y con esto a todos los sectores de la economía, por lo que se entiende que esta industria sea considerada como fundamental para el desarrollo continuo de una nación.

⁷ Asociación Latinoamericana de Transporte Aéreo, ALTA

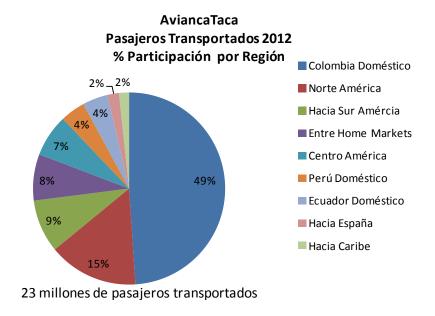
⁸ ATAG (Air Transport Action Group)



Prueba de lo anterior, es el crecimiento presentado en el tráfico aéreo de pasajeros en América Latina durante los primeros nueve meses del 2012, el cual alcanzó un 10.1%, una tasa superada solamente por el presentado en Oriente Medio. Según comunicado de diciembre de 2012⁹ de la International Air Transport Association (IATA), este indicador seguirá creciendo en torno al 5.8% anual hasta 2016, mientras que el segmento de vuelos de carga crecerá a un 4.4% por año.

AviancaTaca no ha sido ajena al buen comportamiento de la industria aérea, durante 2012 transportó 23 millones de pasajeros, logrando un aumento del 12.9% con respecto al 2011. En la siguiente gráfica se observa la participación porcentual de los pasajeros transportados durante el año 2012 por región origen:

Gráfico 5: Pasajeros Transportados Avianca Taca 2012- Participación por Región



Fuente: Equipo de Valoración con reporte 2012 Aerocivil e informes trimestrales AviancaTaca 2012

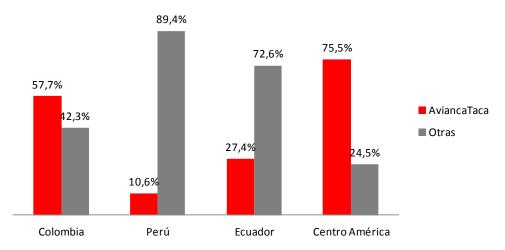
Con respecto al mercado doméstico, AviancaTaca continúa manteniendo su liderazgo en Colombia y en Centro América con el 57% y el 75% del mercado respectivamente.

⁹ http://www.iata.org/pressroom/pr/Pages/2012-12-06-01.aspx



Gráfico 6: Participación AviancaTaca – Mercado Doméstico

Participación Mercado Doméstico Promedio 4 trimestres 2012

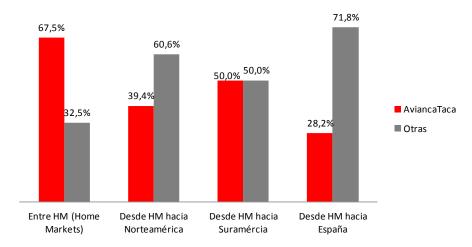


Fuente: Equipo de Valoración con reporte 2012 Aerocivil e informes trimestrales AviancaTaca 2012

En el mercado internacional AviancaTaca continúa mejorando la conexión entre los destinos en la región, aumentando su red de rutas y ocupando de manera eficiente la capacidad instalada.

Gráfico 7: Participación AviancaTaca – Mercado Internacional

Participación Mercado Internacional Promedio 4 trimestres 2012



HM = Home Markets= Incluye Col, Per, Ecu, Bel, CR, SAL, GUA, HON, NIC *Fuente:* Equipo de Valoración con informes trimestrales AviancaTaca 2012



Pese a estos comportamientos favorables no se deben desconocer las diferentes problemáticas que enfrenta esta industria en América Latina. De acuerdo a información publicada por AviancaTaca en su presentación "Institutional Investor Day 2012", menos del 34% del dinero recaudado por tasas y cobros aeroportuarios es reinvertido en mejoras para la industria, lo que dificulta la competitividad de las aerolíneas prestadoras del servicio.

Otro aspecto importante que afecta el libre desarrollo de la industria en la región son las regulaciones sobre navegación, tripulación e instalaciones de mantenimiento, entre otras, que existen en cada uno de los países y que por sus diferencias exigen a las empresas a mantener grandes equipos de vigilancia y control para prevenir el incumplimiento de alguna de estas.

Dentro del marco en el que se desarrolla esta industria a nivel mundial, es necesario mencionar su dependencia al combustible, lo cual genera que todas las empresas tomen posiciones en opciones financieras que ayuden a mitigar el impacto generado por la variación del precio del barril de petróleo en el mercado.

ANÁLISIS DEL ACCIONISTA

La acción de AviancaTaca es transada en la Bolsa de Valores de Colombia, presentando alta bursatilidad con 159.907.920 acciones preferentes en circulación. Actualmente forma parte de los 3 índices financieros más importante del mercado accionario Colombia, su participación en el IGBC es del 0,801%, en el COLCAP es del 0,612% y en el COL20 es del 6,534%.

Al 20 de febrero de 2013, las acciones son de libre flotación en el mercado colombiano.

Tabla 11. Composición patrimonio de AviancaTaca

Patrimonio	No Acciones	% Part.		
Acciones Ordinarias	741,400,000	82%		
Acciones Preferenciales	159,907,920	18%		
Total Acciones	901,307,920	100%		

Fuente: Equipo de valoración con información de AviancaTaca



Tabla 12. Principales accionistas de AviancaTaca

No	Accionista	Acciones Ordinarias	Acciones Preferenciales	Total Acciones	% Part. Total
1	Synergy Aerospace Corp.	521,000,000	7,043,373	528,043,373	58.59%
2	Kingsland Holding Limited	214,800,000	34,817,411	249,617,411	27.70%
3	Fdo Pens Oblig ColFdos Moderado		9,059,202	9,059,202	1.01%
4	Fdo Bbva Horizonte Moderado		6,105,804	6,105,804	0.68%
5	Fidubogota - Pa Inc. Aviancataca H.		4,123,491	4,123,491	0.46%
6	Fdo Pens Oblig Porvenir Moderado		3,521,319	3,521,319	0.39%
7	Joaquin Alberto Palomo	2,800,000	415,744	3,215,744	0.36%
8	Fdo Bursátil Ishares Colcap		3,169,555	3,169,555	0.35%
9	Alfredo Ratti Vásquez	2,800,000	2,764	2,802,764	0.31%
10	Fdo Cesantías Porvenir		1,754,629	1,754,629	0.19%
11	Fdo Esp. de Ret. Prog Bbva Horizonte		1,669,025	1,669,025	0.19%
12	Fdo Pens Oblig Protección Moderado		1,653,205	1,653,205	0.18%
13	Fdo Pens Oblig ColFdos Retiros Progs		1,515,168	1,515,168	0.17%
14	Fdo Pens Volunt MultiFdos Skandia		1,412,732	1,412,732	0.16%
15	Invers. Megeve Capital Colombia Ltda.		1,198,630	1,198,630	0.13%
16	Government of Norway		1,129,464	1,129,464	0.13%
17	Fdo Pens Oblig ColFdos Conservador		1,059,449	1,059,449	0.12%
18	Fdo Pens Oblig Protección Mayor R		1,015,168	1,015,168	0.11%
19	Fdo Pens Oblig Porvenir Conservador		936,671	936,671	0.10%
20	Fdo Bbva Horizonte Conservador		872,645	872,645	0.10%
	Otros Accionistas		77,432,471	77,432,471	8.59%
	TOTAL ACCIONES	741,400,000	159,907,920	901,307,920	100.00%

Fuente: Equipo de valoración con información de AviancaTaca

ANÁLISIS COMPARATIVO

Los múltiplos confirman las razones de la valoración que ha venido presentando la acción de la compañía en el último año, ya que al comparar el valor de AviancaTaca con relación al promedio de la industria aérea, ésta se encuentra considerablemente por debajo de sus comparables directos, observándose un potencial de valorización.



Tabla 13. Comparativo por múltiplos

EMPRESA	EV / BV	P / E	EV / EBITDA	P/ EBITDA	EV / EBITDAR	EV / PASAJEROS
AVIANCA TACA HOLDING SA	1.52	2.00	3.91	0.90	EDITUAK	0.17
AIR CANADA-CLASS A		6.55			1.87	0.03
AIR FRANCE-KLM	2.02		6.88	1.43		0.07
ALASKA AIR GROUP INC	1.98	12.68	3.53	3.83	2.91	0.33
COPA HOLDINGS SA-CLASS A	3.23	14.74	10.09	8.98	8.80	1.08
DELTA AIR LINES INC		8.38	4.64	2.39	4.40	0.92
GOL LINHAS AEREAS	10.09					0.08
GRUPO AEROMEXICO	2.33	9.06	3.93	3.25		0.12
LATAM AIRLINES GROUP SA	3.84		18.60	9.12		0.26
QANTAS AIRWAYS LTD	0.95		3.14	1.37	2.54	0.14
UNITED CONTINENTAL HOLDINGS		22.60	4.99	2.68	3.71	0.15
US AIRWAYS GROUP INC	5.84	5.80	3.96		2.55	0.07
DROMEDIO CECTOR	2.70	11.40	C 22	4.12	2.02	0.20
PROMEDIO SECTOR	3.79	11.40	6.23	4.13	3.83	0.30

PRECIO OBJETIVO	\$ 8,737	\$ 4,449	\$ 5,581	\$ 4,917	\$ 5,628	\$ 7,558
POTENCIAL DES/VALORACIÓN	97%	1%	26%	11%	27%	71%

Fuente: Bloomberg (10 de Abril de 2013)

RIESGOS DE INVERSIÓN

Riesgo de mercado: Dada la alta dependencia de la industria al uso de combustible (el estándar de la industria es el Jet A-1, a base de Queroseno), el precio del petróleo es el riesgo financiero más significativo de la empresa. Para mitigar este riesgo la compañía hace uso de instrumentos financieros como opciones y futuros, entre otros, indexados principalmente al West Texas Intermediate (WTI) para los siguientes doce meses, con el fin de reducir su exposición a los movimientos en los precios del petróleo crudo. Por lo anterior la empresa estableció una política de cobertura entre el 30% y el 35% de su consumo mensual.

Riesgo de tipo de cambio: Debido a que sus operaciones se desarrollan en diferentes países, existe el riesgo de posibles alteraciones en el comportamiento de las monedas de cada país con relación a la tasa de cambio. La mayor parte de las operaciones de la compañía se dan en Pesos Colombianos, Soles Peruanos, Colones Costarricenses y Dólares Estadounidenses en la medida en que estas no sean equivalentes, la compañía estará expuesta al riego cambiario.

Riesgo de escasez de recursos naturales: Toda vez que el principal costo de la compañía está en el combustible y que este es un derivado del petróleo, existe el riesgo que en el futuro la oferta del crudo no pueda llegar a cubrir la demanda y por consiguiente se generen por una parte, costos demasiado altos para la operación de la empresa, o por otra, que no se pueda seguir prestando los servicios ofrecidos.

BURKENROAD REPORTS LATINAMERICA

AVIANCA TACA HOLDING S.A.

MAYO 21 de 2013



Riesgo operativo: Las operaciones de la compañía se pueden ver afectadas por diferentes factores, dentro de estos cabe mencionar el estado del tiempo, que puede ocasionar desde retrasos en los itinerarios de vuelo hasta posibles accidentes, la escasez de controladores aéreos que pueden interferir en el desarrollo de la operación y los repuestos de la flota aérea que pueden llegar a ser muy específicos, lo que requiere altas inversión en inventarios o el riesgo a su ausencia. Igualmente las proyecciones de crecimiento de la compañía están vinculadas con el plan de renovación de la flota, aspecto que está sometido al cumplimiento de las entregas de las aeronaves por parte de los proveedores.

Riesgo financiero: Las empresas del sector aeronáutico están expuestas a un alto riesgo financiero debido a la necesidad de mantener un alto porcentaje de endeudamiento para financiar la adquisición y mantenimiento de la flota aérea requerida para prestar los servicios ofrecidos. Actualmente el nivel de endeudamiento de la compañía se encuentra en el 74% y si bien la expectativa es estar en el 65% en el año 2017, este no deja de ser un porcentaje alto.

Riesgo de procesos internos: todas las compañías son susceptibles al riesgo de conflicto de interés por parte de sus administradores, por tanto AviancaTaca, estableció a través de su Código del Buen Gobierno, el reporte al comité de auditoría de potenciales conflictos de interés.

Riesgo Sindical: Actualmente en la compañía existen 6 organizaciones sindicales que representan el 24% de los colaboradores, lo que significa que cerca de 748 trabajadores directos se encuentran sindicalizados. En orden de número de afiliados están: ACAV (sindicato de auxiliares de vuelo) cuenta aproximadamente con el 29% del total de los auxiliares de vuelo equivalente a 302 miembros, ACDAC (sindicato de pilotos) agremia aproximadamente al 38% de los pilotos con 293 sindicalizados, SINTRAVA y SINDITRA (organizaciones de trabajadores de la empresa y la industria) reúnen cerca del 12% de los trabajadores con 126 y 8 empleados respectivamente, ACMA (afiliados a la organización sindical de mecánicos) cuenta actualmente con 12 miembros y por último, ACDIV (organización sindical de ingenieros y técnicos de aviación) tiene 7 adscritos.

Riesgo legal ó de regulación: Las operaciones de la compañía por desarrollarse en diferentes países, hacen que la empresa deba conocer y cumplir la regulación de cada uno de ellos. Actualmente opera en Colombia, El Salvador, Costa Rica, Perú, Estados Unidos y Europa, que por la diversidad y variabilidad de las regulaciones hacen que la empresa se encuentra expuesta continuamente a los cambios en la normativa aplicable.



DESEMPEÑO FINANCIERO Y PROYECCIONES

Supuestos de Operación

Ingresos: La estimación de los ingresos considera por un lado el crecimiento en la venta de pasajes y servicios relacionados y por otro, las proyecciones de la inflación de los países en los que opera AviancaTaca. Para los primeros años se espera que las ventas se ubiquen por encima del sector debido a los resultados superiores que viene obteniendo la compañía en los últimos periodos, luego se espera un crecimiento muy correlacionado con el sector aeronáutico de la región.

Costo de prestación de servicios: El costo del combustible fue proyectado con base en las Horas Bloque totales proyectadas y en la proyección del precio del petróleo hasta 2014 presentadas por el Fondo Monetario Internacional e incluido en su informe "Perspectivas de la Economía Mundial" del 23 de enero de 2013, considerando una variación promedio de los dos últimos años para 2015 y 2016 y una disminución del 0.85% anual basado en las eficiencias en el consumo dada la actualización de la flota. Para los demás costos variables se consideró el comportamiento histórico presentado, representado en el porcentaje promedio de los dos últimos años sobre los ingresos operacionales de la compañía, y los costos semivariables y fijos se estimaron con base en la proyección de la variación anual del IPC para Latinoamérica más un punto porcentual.

Gastos de administración y de comercialización: Teniendo en cuenta que Avianca-Taca opera en diferentes países de Latinoamérica, para la mayoría de ítems se tomó como base las proyecciones del IPC para la región más un punto porcentual , para el caso de las pensiones de jubilación se consideró el IPC para Colombia debido a que el pasivo pensional viene de la empresa Avianca.

CAPEX: Para la proyección de este concepto, se impactaron los activos de acuerdo al plan de inversión establecido por la compañía hasta el 2017, con el objetivo de renovar la flota de aeronaves, el monto de dicha inversión es de USD \$ 3,2 Billones correspondiente a la adquisición de 53 aeronaves en total, acorde con el plan de negocios de la compañía para el periodo 2012-2017 de septiembre de 2012 y proyecciones de actualización de la flota de acuerdo con las órdenes de compra en firme.

Capital de trabajo: Teniendo en cuenta la información financiera histórica de la compañía se consideraron los datos del último año para las proyecciones el número de días de inventario, cuentas por cobrar y cuentas por pagar.

Estructura de Capital: Basada en las proyecciones de la estructura de capital presentados por la compañía en su plan de negocios 2012-2017 y en el comportamiento histórico de la composición deuda/patrimonio, se proyecta una disminución del nivel de endeudamiento de un 4% anual.



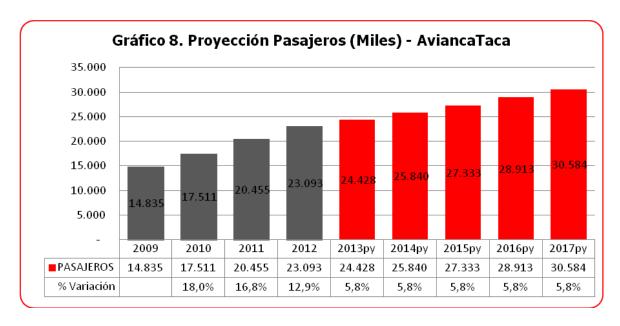
Tasa de Impuestos: Teniendo en cuenta que el 50% de sus operaciones se originan en Colombia y considerando que de los países donde opera, éste es el país con la mayor tasa de impuesto de renta, bajo un escenario conservador, se proyectó el impuesto de renta a una tasa nominal del 25%, más el impuesto de renta para la equidad del 9% para los años 2013 a 2015 y 8% a partir del 2016.

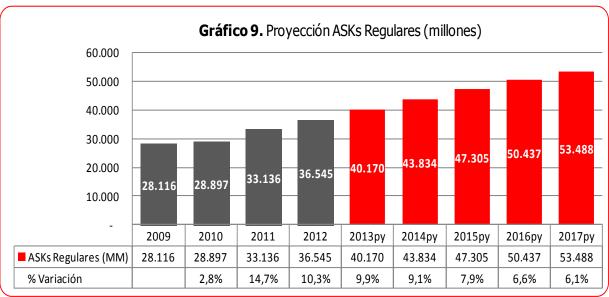
Tabla 15. Información histórica principales variables usadas para las proyecciones

	2010	2011	2012
Variables Operacionales			
Número pasajeros (miles)	17.511	20.455	23.093
Variació Número Pasajeros		17%	13%
ASK millones (No. Asientos X No. Km volados)	28.897	33.136	36.545
Variación ASK		15%	10%
LF Factor de ocupación (RPK/ASK)	79,9%	79,6%	79,6%
Variación Factor ocupación		-0,38%	-0,06%
RPK (ASK * LF)	23.089	26.376	29.072
Variacíon RPK		14,2%	10,2%
Costo Combustible			
Precio Promedio barril Petróleo (\$US)	102,99	104,03	105,08
BH Totales	377.426	429.711	466.439
Variación BH Totales		13,9%	8,5%
Costo combustible x BH	3,48	4,84	5,03
Capital de Trabajo (Días)			
Deudores	69	58	55
Inventarios	6	6	6
Depòsitos Mantenimieto aeronaves	28	21	19
Proveedores	24	19	17
Cuentas y Gastos por Pagar	26	23	19
Obligaciones Laborales	30	24	19
Pasivos estimados y provisiones	27	23	27
Ingresos recibidos por anticipado	49	32	30
Otros pasivos	7	5	5



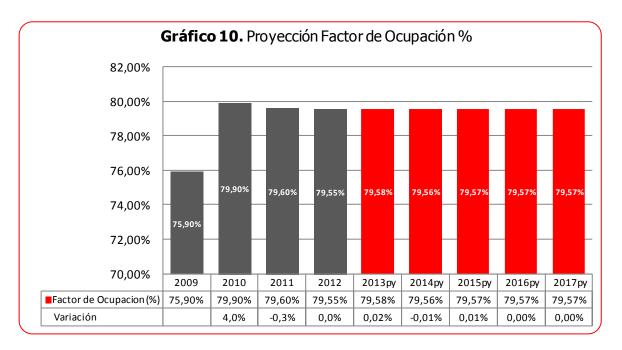
Gráficos de los principales indicadores operacionales - Históricos y Proyectados

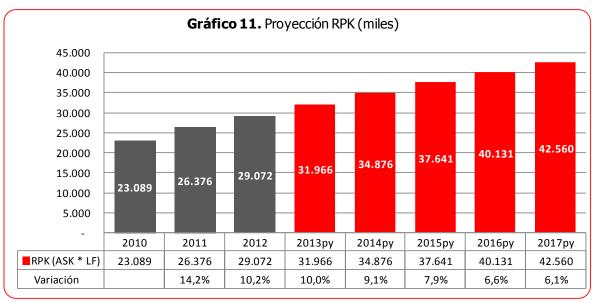




ASK = sillas disponibles por kilómetro volado





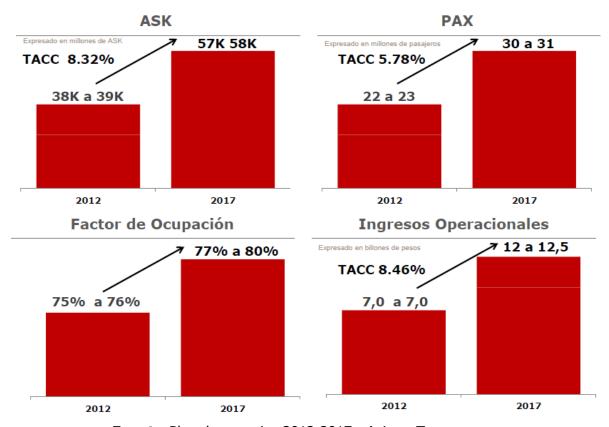


RPK = Pasajeros pagos por kilómetro volado

Fuente: Equipo de valoración



Gráfico 12. Expectativas Operacionales - AviancaTaca



Fuente: Plan de negocios 2012-2017 - AviancaTaca



Tabla 15. Supuestos proyecciones financieras

Número pasajeros (miles) 24.428 25.840 27.333 28.913 30	estos Operacionales	2013py	2014py	2015py	2016py	2017py
Crecimiento pasajeros (PAX) (TACC 5,78% 2012-2017) 5,78% 5,74% 5,72% 5,75% 7,95% 6,70% 3,22% 3,26% 3,22%	•					30.584
ASK (miles) (No. Asientos X No. Km volados) 40.170 43.834 47.305 50.437 5. Crecimiento ASK (TACC 8,32% 2012-2017) 9,92% 79,55% 79,57%	• • • •					5,78%
Crecimiento ASK (TACC 8,32% 2012-2017)			,	,	*	53.488
LF Factor de ocupación (RPK/ASK) 79,58% 79,58% 79,57% 79,68% 79,68% 79,68% 79,68% 79,68% 79,68% 79,68% 79,68% 79,68% 79,6	•					
Variación Factor ocupación O, 10% -0,02% 0,01% 0,00%	,	•	,	,	,	6,05%
RPK (ASK * LF) RPK (Pago promedio de un pasajero por Km volado) = Ingreso por pass		,				79,57%
RRPK (Pago promedio de un pasajero por Km volado) = Ingreso por pasi: 235,10 242,65 250,47 258,65 26 Variación Yield 3,56% 3,21% 3,22% 3,26% 3. Proyección Costos y gastos Efectivos Precio Promedio barril Petróleo (\$US) 99,71 96,78 92,89 89,65 89 Variación Precio Petróleo (\$US) -5,11% -2,94% -4,02% -3,48% -3 BH por ASK promedio BH por ASK promedio BH Totales 512,710 559,469 603,779 643,749 688 Variación BH Totales 9,92% 9,12% 7,92% 6,62% 68 Costo combustible x BH 4,77 4,63 4,45 4,29 Costo Combustible Total 2,427,244 2.570,779 2.662,730 2,740,164 2,799 Combustibles (% 10 de pasajes y carga) 28,41% 27,56% 26,70% 25,85% 25 Reducción 17% por cambio flota 0,85% -0,85% -0,85% -0,85% -0,85% -0,85% -0,85% -0,85% -0,05	·					0,00%
Variación Yield 3,56% 3,21% 3,22% 3,26% 3 Proyección Costos y gastos Efectivos Precio Promedio barril Petróleo (SUS) 99,71 96,78 92,89 89,65 8 Variación Precio Petróleo (SUS) -5,11% -2,94% -4,02% -3,48% -3 BH por ASK promedio BH Totales 512,710 559,469 603,779 643,749 68 Variación BH Totales 9,92% 9,12% 7,92% 6,62% 6 Costo combustible x BH 4,77 4,63 4,45 4,29 Costo Combustible Total 2,427,244 2,570,779 2,662,730 2,740,164 2,79 Costo Combustibles (% 10 de pasajes y carga) 28,41% 27,56% 26,70% 25,85% 22 Reducción 17% por cambio flota -0,85% -0,85% -0,85% -0,85% -0,85% -0,85% -0,85% -0,85% -0,85% -0,85% -0,05% -0,05% -0,05% -0,05% -0,05% -0,05% -0,05% -0,05%	•					42.560
Proyección Costos y gastos Efectivos Precio Promedio barril Petróleo (SUS) 99,71 96,78 92,89 89,65 0 Variación Precio Petróleo (SUS) -5,11% -2,94% -4,02% -3,48% -2 BH por ASK promedio BH Totales 512.710 559,469 603.779 643.749 680 Variación BH Totales 9,92% 9,12% 7,92% 6,62% 600 Costo combustible x BH 4,77 4,63 4,45 4,29 Costo Combustible Total Combustible S(% 10 de pasajes y carga) 28,41% 27,56% 26,70% 25,85% 25 Reducción 17% por cambio flota 0,85% 0,85% 0,85% 0,85% 0,85% 0,85% 0,85% 0,85% 0,05% 0						267,01
Precio Promedio barril Petróleo (SUS) 99,71 96,78 92,89 89,65 8 Variación Precio Petróleo (SUS) 1-5,11% 2,94% -4,02% -3,48% -3 BH por ASK promedio BH Totales 512,710 559,469 603,779 643,749 685 Variación BH Totales 9,92% 9,12% 7,92% 6,62% 685 Costo combustible x BH 4,77 4,63 4,45 4,29 Costos Prestación Servicio Costo Combustible Total 2,427,244 2,570,779 2,662,730 2,740,164 2,796 Reducción 17% por cambio flota -0,85% -	ción Yield	3,56%	3,21%	3,22%	3,26%	3,23%
Variación Precio Petróleo (\$US) BH por ASK promedio BH Totales 512.710 559.469 603.779 643.749 68. Variación BH Totales 9,92% 9,12% 7,92% 6,62% 60. Costo combustible x BH 4,77 4,63 4,45 4,29 Costo Prestación Servicio Costo Combustible Total 2.427.244 2.570.779 2.662.730 2.740.164 2.790 Combustibles (% 10 de pasajes y carga) Reducción 17% por cambio flota 4,54% 4,48% 4,43% 4,37% 4.66 Arrendamiento equipo de vuelo y aeronáutico Arrendamiento de Equipo aéreo y otros (% 10 promedio) Facilidades Aeroportuarias y otros (IPC Prom Pond Países opera) 3,56% 3,21% 3,22% 3,26% 3,26% 3.2840 3,2	cción Costos y gastos Efectivos					
BH por ASK promedio BH Totales 512.710 559.469 603.779 643.749 68. Variación BH Totales 9,92% 9,12% 7,92% 6,62% 68. Costo combustible x BH 4,77 4,63 4,45 4,29 Costo Prestación Servicio Costo Combustible Total 2.427.244 2.570.779 2.662.730 2.740.164 2.790 Combustibles (% 10 de pasajes y carga) 28,41% 27,56% 26,70% 25,85% 25 Reducción 17% por cambio flota -0,85% -0,85% -0,85% -0,85% -0,85% -0,85% -0,85% -0,85% -0,85% -0,05	o Promedio barril Petróleo (\$US)	99,71	96,78	92,89	89,65	86,29
BH Totales 512.710 559.469 603.779 643.749 682 Variación BH Totales 9,92% 9,12% 7,92% 6,62% 600 Costo combustible x BH 4,77 4,63 4,45 4,29 Costo combustible x BH 4,77 4,63 4,45 4,29 Costo Combustible Total 2.427.244 2.570.779 2.662.730 2.740.164 2.790 Costo Combustibles (% IO de pasajes y carga) 28,41% 27,56% 26,70% 25,85% 25 Reducción 17% por cambio flota 9,85% -0,85% -0,85% -0,85% -0,85% -0,85% -0,85% -0,85% -0,85% -0,85% -0,85% -0,85% -0,85% -0,85% -0,85% -0,85% -0,05% -	ción Precio Petróleo (\$US)	-5,11%	-2,94%	-4,02%	-3,48%	-3,75%
Variación BH Totales Costo combustible x BH 4,77 4,63 4,45 4,29 Costo Combustible Total Combustible Total Combustibles (% IO de pasajes y carga) Reducción 17% por cambio flota Annenimiento equipo de vuelo y aeronáutico Reducción 77% por cambio flota Arrendamiento de Equipo aéreo y otros (% IO promedio) Facilidades Aeroportuarias y otros (IPC Prom Pond Países opera) Salarios, prestaciones sociales y diversos (IPC Prom Pond Países opera) Servicios a pasajeros (% IO de pasajes promedio) Seguros (IPC Prom Pond Países opera) Servicios a pasajeros (% IO de pasajes promedio) Seguros (IPC Prom Pond Países opera) S,56% S,21% S,22% S,26% S,28% S,28	r ASK promedio					
Costo Combustible x BH 4,77 4,63 4,45 4,29 Costo Prestación Servicio Costo Combustible Total 2.427.244 2.570.779 2.662.730 2.740.164 2.796 Combustibles (% IO de pasajes y carga) Reducción 17% por cambio flota -0,85% -0,95% -0,05%	tales	512.710	559.469	603.779	643.749	682.696
Costo Combustible x BH	ción BH Totales	9.92%	9.12%	7.92%	6.62%	6,05%
Costo Combustible Total 2.427.244 2.570.779 2.662.730 2.740.164 2.790.	combustible x BH	,				4,13
Costo Combustible Total 2.427.244 2.570.779 2.662.730 2.740.164 2.790.	s Prastación Sarvicio					
Combustibles (% IO de pasajes y carga) 28,41% 27,56% 26,70% 25,85% 25		2 427 244	2 570 779	2 662 730	2 740 164	2.796.884
Reducción 17% por cambio flota -0,85% -0,05% -0,05	_					25,00%
Mantenimiento equipo de vuelo y aeronáutico 4,54% 4,48% 4,43% 4,37% 4 Reducción 7% por cambio flota -0,05% <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td>-0,85%</td>						-0,85%
Reducción 7% por cambio flota -0,05%						4,32%
Arrendamiento de Equipo aéreo y otros (% IO promedio) 6,69% 6,69% 6,69% 6,69% Facilidades Aeroportuarias y otros (IPC Prom Pond Países opera) 3,56% 3,21% 3,22% 3,26% Salarios, prestaciones sociales y otros (IPC Prom Pond Países opera) 3,56% 3,21% 3,22% 3,26% Honorarios, servicios generales y diversos (IPC Prom Pond Países opera) 3,56% 3,21% 3,22% 3,26% Servicios a pasajeros (% IO de pasajes promedio) 3,64% 3,68% 3,66% 3,67% 3 Seguros (IPC Prom Pond Países opera) 3,56% 3,21% 3,22% 3,26% 3 Gastos Operacionales Ventas (IPC Latin +1) 3,56% 3,21% 3,22% 3,26% 3 Administración (IPC Latin +1) 3,56% 3,21% 3,22% 3,26% 3						-0,05%
Facilidades Aeroportuarias y otros (IPC Prom Pond Países opera) 3,56% 3,21% 3,22% 3,26% 3 Salarios, prestaciones sociales y otros (IPC Prom Pond Países opera) 3,56% 3,21% 3,22% 3,26% 3 Honorarios, servicios generales y diversos (IPC Prom Pond Países opera) 3,56% 3,21% 3,22% 3,26% 3 Servicios a pasajeros (% IO de pasajes promedio) 3,64% 3,68% 3,66% 3,67% 3 Seguros (IPC Prom Pond Países opera) 3,56% 3,21% 3,22% 3,26% 3 Gastos Operacionales Ventas (IPC Latin +1) 3,56% 3,21% 3,22% 3,26% 3 Administración (IPC Latin +1) 3,56% 3,21% 3,22% 3,26% 3						6,69%
Salarios, prestaciones sociales y otros (IPC Prom Pond Países opera) 3,56% 3,21% 3,22% 3,26% 3 Honorarios, servicios generales y diversos (IPC Prom Pond Países opera) 3,56% 3,21% 3,22% 3,26% 3 Servicios a pasajeros (% IO de pasajes promedio) 3,64% 3,68% 3,66% 3,67% 3 Seguros (IPC Prom Pond Países opera) 3,56% 3,21% 3,22% 3,26% 3 Gastos Operacionales Ventas (IPC Latin +1) 3,56% 3,21% 3,22% 3,26% 3 Administración (IPC Latin +1) 3,56% 3,21% 3,22% 3,26% 3						3,23%
Honorarios, servicios generales y diversos (IPC Prom Pond Países opera) 3,56% 3,21% 3,22% 3,26% 3 Servicios a pasajeros (% IO de pasajes promedio) 3,64% 3,68% 3,66% 3,67% 3 Seguros (IPC Prom Pond Países opera) 3,56% 3,21% 3,22% 3,26% 3 Gastos Operacionales Ventas (IPC Latin +1) 3,56% 3,21% 3,22% 3,26% 3 Administración (IPC Latin +1) 3,56% 3,21% 3,22% 3,26% 3						3,23%
Servicios a pasajeros (% IO de pasajes promedio) 3,64% 3,68% 3,66% 3,67% 3 Seguros (IPC Prom Pond Países opera) 3,56% 3,21% 3,22% 3,26% 3 Gastos Operacionales Ventas (IPC Latin +1) 3,56% 3,21% 3,22% 3,26% 3 Administración (IPC Latin +1) 3,56% 3,21% 3,22% 3,26% 3						
Seguros (IPC Prom Pond Países opera) 3,56% 3,21% 3,22% 3,26% 3 Gastos Operacionales Ventas (IPC Latin +1) 3,56% 3,21% 3,22% 3,26% 3 Administración (IPC Latin +1) 3,56% 3,21% 3,22% 3,26% 3		•				3,23%
Gastos Operacionales Ventas (IPC Latin +1) 3,56% 3,21% 3,22% 3,26% 3 Administración (IPC Latin +1) 3,56% 3,21% 3,22% 3,26% 3						3,66%
Ventas (IPC Latin +1) 3,56% 3,21% 3,22% 3,26% 3 Administración (IPC Latin +1) 3,56% 3,21% 3,22% 3,26% 3	os (IPC Prom Pond Paises opera)	3,56%	3,21%	3,22%	3,26%	3,23%
Administración (IPC Latin +1) 3,56% 3,21% 3,22% 3,26%	s Operacionales					
	s (IPC Latin +1)	3,56%	3,21%	3,22%	3,26%	3,23%
Pansiones de lubilación (IRC COL 11)	nistración (IPC Latin +1)	3,56%	3,21%	3,22%	3,26%	3,23%
rensiones de submidicion (IPC COL +1) 4,58% 4,01% 4,06% 4,14%	ones de Jubilación (IPC COL +1)	4,58%	4,01%	4,06%	4,14%	4,10%
Capital de Trabajo	al de Trabajo					
Días						
Deudores 55 55 55 55	ores	55	55	55	55	55
Inventarios 6 6 6 6	tarios	6	6	6	6	6
Depòsitos Mantenimieto aeronaves 19 19 19 19	sitos Mantenimieto aeronaves	19	19	19	19	19
Proveedores 17 17 17 17	edores	17	17	17	17	17
Cuentas y Gastos por Pagar 19 19 19 19	as y Gastos por Pagar	19	19	19	19	19
Obligaciones Laborales 19 19 19 19	aciones Laborales	19	19	19	19	19
Pasivos estimados y provisiones 27 27 27 27 27	· · · · · · · · · · · · · · · · · · ·	27	27	27	27	27
Ingresos recibidos por anticipado 30 30 30 30	• •					30
Otros pasivos 5 5 5 5	and the control of th					5

Fuente: Equipo de valoración con información de AviancaTaca



BIBLIOGRAFÍA

AviancaTaca Holding S.A. www.aviancataca.com

AviancaTaca Holding S.A. (2012). Estados financieros auditados AviancaTaca Holding S.A. 2011.

AviancaTaca Holding S.A. (2011). Codigo de buen gobierno corporativo.

AviancaTaca Holding S.A. (2011). Prospecto de informacion acciones preferenciales.

Bolsa de Valores de Colombia. www.bvc.com.co

Correval S.A. (Abril de 2011). Emision de acciones preferenciales Avianca Taca Holding S.A.

Fabio de Jesus Suarez Agudelo. (8 de Enero de 2013). *Mercado Bursatil Colombiano, Comportamiento accionario de Avianca Taca 2012*. Recuperado el 19 de Febrero de 2012, de Portafolio.co: http://www.portafolio.co/opinion/blogs/mercado-bursatil-colombiano/comportamiento-accionario-avianca-taca-2012

Fondo Monetario Internacional. (23 de Enero de 2013). Perspectivas de la economia mundial. www.imf.org

Grupo Bancolombia. (Noviembre de 2012). *Proyecciones Macroeconomicas y de mercado 2013-2018*.

Interbolsa. (11 de Mayo de 2011). Cobertura de acciones AviancaTaca Holding S.A.

Valores Bancolombia. (9 de Octubre de 2012). Inicio de cobertura AviancaTaca Holding S.A.

Valores Bancolombia. (15 de Noviembre de 2012). Flash de compañia AviancaTaca Holding S.A.

Fondo Monetario Internacional. (12 de Octubre de 2012). Perspectivas economicas para America Latina y el Caribe. www.imf.org

Fondo Monetario Internacional. (23 de enero de 2013). Perspectivas Economía Mundial. www.imf.org

Aeronautica Civil. (Mayo de 2013). Estadísticas Operacionales.

http://www.aerocivil.gov.co/AAeronautica/Estadisticas/TAereo/EOperacionales/BolPub Ante/Documents/Boletin%20Grafico%20Origen-Destino%20Diciembre%202012.pdf



BALANCE HISTÓRICO (Millones de Pesos)

ACTIVOS ACTIVO CORRIENTE Disponible y equivalentes de efectivo 702.044 915.349 700 Inversiones 692 76.503 115 Deudores Neto 497.900 502.647 785 Depositos 34.363 62.700 62 Diferidos Neto 119.244 135.381 220 Inventarios Neto 64.606 92.309 88 Otros Activos 5.800 6 Total Activo Corriente 1.418.849 1.790.689 1.978 Inversiones, neto 63.169 60.605 29 Deudores, neto 522.201 636.934 390 Depósitos 352.331 326.157 315 Propiedades y equipo, neto 3.463.338 3.578.571 4.111 Intangibles, neto 596.354 571.901 688 Offrois activos 41.013 90.311 38	012 876 052
ACTIVO CORRIENTE Disponible y equivalentes de efectivo 702.044 915.349 700 Inversiones 692 76.503 115 Deudores Neto 497.900 502.647 785 Depositos 34.363 62.700 62 Diferidos Neto 119.244 135.381 220 Inventarios Neto 64.606 92.309 88 Otros Activos 5.800 6 Total Activo Corriente 1.418.849 1.790.689 1.978 Inversiones, neto 63.169 60.605 29 Deudores, neto 522.201 636.934 390 Depósitos 352.331 326.157 315 Propiedades y equipo, neto 3.463.338 3.578.571 4.111 Intangibles, neto 596.354 571.901 688 Diferidos, neto 152.102 203.095 236 Otros activos 41.013 90.311 38	052
Disponible y equivalentes de efectivo 702.044 915.349 700 Inversiones 692 76.503 115 Deudores Neto 497.900 502.647 785 Depositos 34.363 62.700 62 Diferidos Neto 119.244 135.381 220 Inventarios Neto 64.606 92.309 88 Otros Activos 5.800 6 Total Activo Corriente 1.418.849 1.790.689 1.978 Inversiones, neto 63.169 60.605 29 Deudores, neto 522.201 636.934 390 Depósitos 352.331 326.157 315 Propiedades y equipo, neto 3.463.338 3.578.571 4.111 Intangibles, neto 596.354 571.901 688 Diferidos, neto 152.102 203.095 236 Otros activos 41.013 90.311 38	052
Inversiones 692 76.503 115 Deudores Neto 497.900 502.647 785 Depositos 34.363 62.700 62 Diferidos Neto 119.244 135.381 220 Inventarios Neto 64.606 92.309 88 Otros Activos 5.800 6 Total Activo Corriente 1.418.849 1.790.689 1.978 Inversiones, neto 63.169 60.605 29 Deudores, neto 522.201 636.934 390 Depósitos 352.331 326.157 315 Propiedades y equipo, neto 3.463.338 3.578.571 4.111 Intangibles, neto 596.354 571.901 688 Diferidos, neto 152.102 203.095 236 Otros activos 41.013 90.311 38	052
Deudores Neto 497.900 502.647 785 Depositos 34.363 62.700 62 Diferidos Neto 119.244 135.381 220 Inventarios Neto 64.606 92.309 88 Otros Activos 5.800 6 Total Activo Corriente 1.418.849 1.790.689 1.978 Inversiones, neto 63.169 60.605 29 Deudores, neto 522.201 636.934 390 Depósitos 352.331 326.157 315 Propiedades y equipo, neto 3.463.338 3.578.571 4.111 Intangibles, neto 596.354 571.901 688 Diferidos, neto 152.102 203.095 236 Otros activos 41.013 90.311 38	
Depositos 34.363 62.700 62 Diferidos Neto 119.244 135.381 220 Inventarios Neto 64.606 92.309 88 Otros Activos 5.800 6 Total Activo Corriente 1.418.849 1.790.689 1.978 Inversiones, neto 63.169 60.605 29 Deudores, neto 522.201 636.934 390 Depósitos 352.331 326.157 315 Propiedades y equipo, neto 3.463.338 3.578.571 4.111 Intangibles, neto 596.354 571.901 688 Diferidos, neto 152.102 203.095 236 Otros activos 41.013 90.311 38	
Diferidos Neto 119.244 135.381 220 Inventarios Neto 64.606 92.309 88 Otros Activos 5.800 6 Total Activo Corriente 1.418.849 1.790.689 1.978 Inversiones, neto 63.169 60.605 29 Deudores, neto 522.201 636.934 390 Depósitos 352.331 326.157 315 Propiedades y equipo, neto 3.463.338 3.578.571 4.111 Intangibles, neto 596.354 571.901 688 Diferidos, neto 152.102 203.095 236 Otros activos 41.013 90.311 38	
Inventarios Neto 64.606 92.309 88 Otros Activos 5.800 6 Total Activo Corriente 1.418.849 1.790.689 1.978 Inversiones, neto 63.169 60.605 29 Deudores, neto 522.201 636.934 390 Depósitos 352.331 326.157 315 Propiedades y equipo, neto 3.463.338 3.578.571 4.111 Intangibles, neto 596.354 571.901 688 Diferidos, neto 152.102 203.095 236 Otros activos 41.013 90.311 38	701
Otros Activos 5.800 6 Total Activo Corriente 1.418.849 1.790.689 1.978 Inversiones, neto 63.169 60.605 29 Deudores, neto 522.201 636.934 390 Depósitos 352.331 326.157 315 Propiedades y equipo, neto 3.463.338 3.578.571 4.111 Intangibles, neto 596.354 571.901 688 Diferidos, neto 152.102 203.095 236 Otros activos 41.013 90.311 38	
Total Activo Corriente 1.418.849 1.790.689 1.978 Inversiones, neto 63.169 60.605 29 Deudores, neto 522.201 636.934 390 Depósitos 352.331 326.157 315 Propiedades y equipo, neto 3.463.338 3.578.571 4.111 Intangibles, neto 596.354 571.901 688 Diferidos, neto 152.102 203.095 236 Otros activos 41.013 90.311 38	565
Inversiones, neto 63.169 60.605 29 Deudores, neto 522.201 636.934 390 Depósitos 352.331 326.157 315 Propiedades y equipo, neto 3.463.338 3.578.571 4.111 Intangibles, neto 596.354 571.901 688 Diferidos, neto 152.102 203.095 236 Otros activos 41.013 90.311 38	239
Deudores, neto 522.201 636.934 390 Depósitos 352.331 326.157 315 Propiedades y equipo, neto 3.463.338 3.578.571 4.111 Intangibles, neto 596.354 571.901 688 Diferidos, neto 152.102 203.095 236 Otros activos 41.013 90.311 38	.954
Depósitos 352.331 326.157 315 Propiedades y equipo, neto 3.463.338 3.578.571 4.111 Intangibles, neto 596.354 571.901 688 Diferidos, neto 152.102 203.095 236 Otros activos 41.013 90.311 38	912
Propiedades y equipo, neto 3.463.338 3.578.571 4.111 Intangibles, neto 596.354 571.901 688 Diferidos, neto 152.102 203.095 236 Otros activos 41.013 90.311 38	738
Intangibles, neto 596.354 571.901 688 Diferidos, neto 152.102 203.095 236 Otros activos 41.013 90.311 38	710
Diferidos, neto 152.102 203.095 236 Otros activos 41.013 90.311 38	863
Otros activos 41.013 90.311 38	456
	460
Valorizaciones 355 247 259 385 178	972
255.277 255.565 176	173
Total Activo 6.964.604 7.517.648 7.969	.238
PASIVO Y PATRIMONIO	
PASIVO CORRIENTE	240
Obligaciones Financieras 422.264 480.483 415	
	110
Cuentas por pagar 297.790 350.954 338	
Impuestos, gravamenes y tasas 75.751 83.401 148	
°	618
· ·	495
Ingresos recibidos por anticipado 730.370 633.035 630	
'	697
	656
Total Pasivo Corriente 2.296.641 2.408.128 2.685	.858
PASIVO LARGO PLAZO	
Obligaciones Financieras 2.424.824 2.193.394 2.322	982
	000
	369
Pasivos estimados y provisiones 167.015 184.774 39	551
Cuentas por pagar 52.940 70.734 48	219
, , , , ,	777
	780
Total Pasivo a largo plazo <u>3.471.425</u> 3.289.664 3.189	
Total pasivo 5.768.066 5.697.792 5.875	.536
Interés minoritario 11.183 18.255 13	301
PATRIMONIO	
Capital Social 198.229 221.091 221	091
Prima en Colocación de Acciones 544.420 1.008.530	
Superavit por valorizaciones 355.247 259.385 1.367	135
Reservas de Capital 152	211
Efecto conversión -22.573 346 -126	211
Resultados del periodo 110.032 202.217 199	
Resultados Ejercicios Anteriores 110.032 267	
Total Patrimonio 1.185.355 1.801.601 2.080	694
Total Pasivo y patrimonio 6.964.604 7.517.648 7.969	694 474 184



BALANCE PROYECTADO (Millones de Pesos)

	2013py	2014py	2015py	2016py	2017py
ACTIVOS	201369	тотчру		Тотору	
ACTIVO CORRIENTE					
Disponible y equivalentes de efectivo	912.333	1.509.029	2.272.067	3.203.891	4.245.842
Inversiones	115.052	115.052	115.052	115.052	115.052
Deudores Neto	1.318.000	1.465.004	1.614.790	1.762.484	1.915.192
Depositos	390.509	412.865	432.941	452.825	472.199
Diferidos Neto	220.335	220.335	220.335	220.335	220.335
Inventarios Neto	91.308	97.129	102.251	107.280	112.138
Otros Activos	6.239	6.239	6.239	6.239	6.239
Total Activo Corriente	3.053.776	3.825.654	4.763.676	5.868.106	7.086.997
Inversiones, neto	29.912	29.912	29.912	29.912	29.912
Deudores, neto					
Depósitos					
Propiedades y equipo, neto	4.643.958	5.387.570	6.335.936	7.466.710	8.751.583
Intangibles, neto	655.572	622.688	589.804	556.921	524.037
Diferidos, neto	236.460	236.460	236.460	236.460	236.460
Otros activos	38.972	38.972	38.972	38.972	38.972
Valorizaciones	178.173	178.173	178.173	178.173	178.173
Total Activo	8.836.823	10.319.429	12.172.933	14.375.254	16.846.135
PASIVO Y PATRIMONIO					
PASIVO CORRIENTE					
Obligaciones Financieras	0	0	0	0	0
Proveedores	359.239	379.806	398.274	416.566	434.388
Cuentas por pagar	399.291	422.150	442.678	463.009	482.818
Impuestos, gravamenes y tasas	148.431	148.431	148.431	148.431	148.431
Obligaciones laborales	395.232	417.858	438.177	458.301	477.909
Pasivos estimados y provisiones	493.495	493.495	493.495	493.495	493.495
Ingresos recibidos por anticipado	707.015	785.872	866.222	945.449	1.027.367
Impuesto de renta diferido					
Otros pasivos	109.034	115.276	120.881	126.433	131.843
Total Pasivo Corriente	2.611.737	2.762.888	2.908.158	3.051.685	
PASIVO LARGO PLAZO	2.970.982	3.413.171	3.908.330	4.417.068	4.850.207
Obligaciones Financieras Bonos	500.000	500.000	500.000	500.000	500.000
Obligaciones Laborales	300.000	300.000	300.000	300.000	300.000
Pasivos estimados y provisiones	39.551	39.551	39.551	39.551	39.551
Cuentas por pagar	39.331	33.331	39.331	33.331	33.331
Impuestos, gravamenes y tasas	12.777	12.777	12.777	12.777	12.777
Impuesto de renta diferido	12.777	12.777	12.777	12.///	12.///
Total Pasivo a largo plazo	3.523.310	3.965.499	4.460.658	4.969.396	5.402.535
Total pasivo	6.135.047	6.728.387	7.368.815	8.021.081	8.598.787
Interés minoritario	13.301	13.301	13.301	13.301	13.301
	15.501	13.301	15.501	15.501	15.501
PATRIMONIO	254.25	221.22	221.22	221.22	22.22.
Capital Social	221.091	221.091	221.091	221.091	221.091
Prima en Colocación de Acciones	0	0	0	0	0
Superavit por valorizaciones	1.367.135	1.367.135	1.367.135	1.367.135	1.367.135
Reservas de Capital	152.211	152.211	152.211	152.211	152.211
Efecto conversión	-126.694	-126.694	-126.694	-126.694 1.830.876	-126.694
Resultados del periodo	675.672	1.019.139	1.408.967	1.820.876	2.243.171
Resultados Ejercicios Anteriores Total Patrimonio	399.060	944.859	1.768.106	2.906.252	4.377.133
	2.688.474	3.577.741	4.790.817	6.340.871	
Total Pasivo y patrimonio	8.836.823	10.319.429	12.172.933	14.375.254	16.846.134



ESTADO DE RESULTADOS HISTÓRICO (Millones de Pesos)

			_
	2010	2011	2012
INGRESOS OPERACIONALES			
Pasajes		6.188.904	
Servicio Carga y Correo	622.018	716.554	859.796
Actividades Conexas	178.184	159.325	189.175
Total ingresos operacionales brutos	5.321.601	7.064.783	7.648.822
COSTOS DE PRESTACIÓN DEL SERVICIO			
Combustibles	1.315.284	2.079.747	2.347.145
Salarios, prestaciones sociales y otros	589.380	775.107	861.834
Facilidades Aeroportuarias y otros	527.416	627.177	677.147
Arrendamiento de Equipo aéreo y otros	337.375	466.483	517.950
Depreciaciones y amortizaciones	357.992	377.133	300.868
Honorarios, servicios generales y diversos	286.493	334.701	350.329
Mantenimiento equipo de vuelo y aeronáutico	276.718	320.784	356.759
Servicios a pasajeros	62.147	221.118	244.881
Seguros	39.125	45.105	38.533
Total costos de prestación del servicio	3.791.930	5.247.355	5.695.446
UTILIDAD BRUTA	1.529.671	1.817.428	1.953.376
GASTOS OPERACIONALES			
Ventas	823.757	922.367	998.048
Administración	285.065	373.211	448.293
Total gastos operacionales			
Utilidad operacional	1.108.822 420.849	1.295.578 521.850	1.446.341 507.035
Ottifidad operacional	420.849	321.830	307.033
Pensiones de Jubilación	33.619	74.969	32.481
Utilidad Operacional después de pensiones de jubilación	387.230	446.881	474.554
Depreciaciones	357.992	377.133	300.868
Amortizaciones			
FRITO	745 222	024.014	775 422
EBITDA	745.222	824.014	775.422
INGRESOS NO OPERACIONALES			
Utilidad en venta de activos, recuperaciones y otros, neto	59.532	161.761	252.547
Financieros-Intereses y otros	28.620	37.010	40.346
Diferencia en cambio, neto	36.480	-5.349	30.175
Otros ingresos no operacionales	12.818	0	0
Total Ingresos no operacionales	137.450	193.422	323.068
GASTOS NO OPERACIONALES			
Financieros - Intereses y comisiones	296.820	272.630	250.454
Otros gastos Operacionales	63.024	81.178	106.634
Total gastos operacionales	359.844	353.808	357.088
Total gastos no operacionales	333.844	333.000	337.088
Utilidad antes de impuestos e interés minoritario	164.836	286.495	440.534
IMPUESTOS	107.030	200.733	770.554
Corriente y otros	11.449	53.866	86.700
Diferidos	44.723	24.247	-1.223
Impuesto de renta	56.172	78.113	85.477
Impuesto de rentu	30.172	,0.113	03.477
Utilidad antes de interés minoritario	108.664	208.382	355.057
	-		
INTERES MINORITARIO	1.368	-6.165	-3.373
Resultados del ejercicio	110.032	202.217	351.684



ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO (Millones de Pesos)

	2013py	2014py	2015py	2016py	2017py
INGRESOS OPERACIONALES					
Pasajes	7.515.246	8.462.621	9.428.020	10.379.738	11.363.993
Servicio Carga y Correo	866.961	874.186	881.471	888.816	896.223
Actividades Conexas	190.751	192.341	193.944	195.560	197.190
Total ingresos operacionales brutos	8.572.958	9.529.148	10.503.434	11.464.114	12.457.405
COSTOS DE PRESTACIÓN DEL SERVICIO					
Combustibles	2 427 244	2.570.779	2.662.730	2.740.164	2.796.884
Salarios, prestaciones sociales y otros	892.530	921.185	950.883	981.908	1.013.670
Facilidades Aeroportuarias y otros	701.265	723.779	747.113	771.490	796.445
Arrendamiento de Equipo aéreo y otros	573.298	637.241	702.394	766.638	833.062
Depreciaciones y amortizaciones	220.789	247.952	281.877	322.110	368.010
Honorarios, servicios generales y diversos	362.807	374.455	386.527	399.138	412.049
Mantenimiento equipo de vuelo y aeronáutico	380.299	418.549	456.565	492.930	529.665
Servicios a pasajeros	273.676	311.086	344.953	380.667	416.275
Seguros	39.905	41.187	42.514	43.902	45.322
Total costos de prestación del servicio	5.871.813		6.575.557	6.898.948	7.211.383
UTILIDAD BRUTA	2.701.145	3.282.936	3.927.877	4.565.167	5.246.023
GASTOS OPERACIONALES	1 022 500	1 000 770	1 101 172	1 127 100	4 472 002
Ventas	1.033.596	1.066.779	1.101.172	1.137.100	1.173.882
Administración	464.260	479.165	494.613	510.751	527.272
Total gastos operacionales	1.497.856 1.203.290	1.545.944 1.736.992	1.595.784 2.332.093	1.647.852 2.917.315	1.701.154 3.544.869
Utilidad operacional	1.203.290	1./30.992	2.332.093	2.917.315	3.544.869
Pensiones de Jubilación	33.969	35.331	36.765	38.287	39.857
Utilidad Operacional después de pensiones de jubilación	1.169.321	1.701.661	2.295.328	2.879.028	3.505.012
Depreciaciones	187.905	215.068	248.993	289.227	335.127
Amortizaciones	32.884	32.884	32.884	32.884	32.884
EBITDA	1.390.110	1.949.613	2.577.205	3.201.138	3.873.022
GASTOS NO OPERACIONALES					
Financieros - Intereses y comisiones	145.576	157.511	160.529	161.302	156.996
Total gastos no operacionales	145.576	157.511	160.529	161.302	156.996
6					
Utilidad antes de impuestos e interés minoritario	1.023.745	1.544.150	2.134.799	2.717.725	3.348.016
IMPUESTOS					_
Corriente y otros					
Diferidos Diferidos					
Impuesto de renta	348.073	525.011	725.832	896.849	1.104.845
Utilidad antes de interés minoritario	675.672	1.019.139	1.408.967	1.820.876	2.243.171
INTERES MINORITARIO					
Resultados del ejercicio	675.672	1.019.139	1.408.967	1.820.876	2.243.171
•					



FLUJO DE CAJA HISTÓRICO (Millones de Pesos)

		2010	2011	2012
FLUJ	O DE CAJA LIBRE OPERACIONAL HISTORICO			
(=)	UTILIDAD OPERATIVA	\$387.230	\$446.881	\$474.554
<i>(-)</i>	Intereses	(\$148.705)	(\$183.772)	(\$177.978)
(=)	UAI	\$238.525	\$263.109	\$296.576
<i>(-)</i>	Impuestos	(\$56.799)	(\$108.869)	(\$228.026)
(=)	UTILIDAD NETA	\$181.726	\$154.240	\$68.550
(+)	Depreciaciones y Amortizaciones	\$357.992	\$377.133	\$300.868
(=)	GIF	\$539.718	\$531.373	\$369.418
(-)	dir	3333.718	3331.373	3303.416
(+)	Intereses	\$28.620	\$37.010	\$40.346
(=)	FLUJO DE CAJA BRUTO	\$568.338	\$568.383	\$409.764
` '				
<i>(-)</i>	Incremento del KTNO	(\$451.005)	\$143.664	\$41.581
(=)	EGO	\$1.019.343	\$424.719	\$368.183
<i>(-)</i>	Reposición de Activos Fijos			
(=)	FCL	\$1.019.343	\$424.719	\$368.183

FLUJOS DE CAJA PROYECTADOS (Millones de Pesos)

		2013py	2014py	2015py	2016py	2017py
FLUJ	O DE CAJA LIBRE PROYECTADO					
(=)	UTILIDAD OPERATIVA	\$1.169.321	\$1.701.661	\$2.295.328	\$2.879.028	\$3.505.012
(-)	Impuestos Aplicados	(\$397.569)	(\$578.565)	(\$780.411)	(\$950.079)	(\$1.156.654)
(=)	UODI	\$771.752	\$1.123.096	\$1.514.916	\$1.928.949	\$2.348.358
(+)	Depreciaciones y Amortizaciones	\$220.789	\$247.952	\$281.877	\$322.110	\$368.010
(=)	FLUJO DE CAJA BRUTO	\$992.541	\$1.371.048	\$1.796.793	\$2.251.059	\$2.716.368
(-)	Incremento del KTNO	\$130.058	\$24.031	\$29.714	\$29.080	\$32.373
(-)	Inversión (total) en activos fijos	\$720.000	\$958.680	\$1.197.360	\$1.420.000	\$1.620.000
(=)	FCL	\$142.483	\$388.337	\$569.720	\$801.979	\$1.063.995
	(-) Intereses Obligaciones Financieras	145.576	157.511	160.529	161.302	156.996
	(-) Amortizaciones Obligaciones Financieras	415.348	420.623	582.465	769.261	1.024.861
	(+) Resultado No Operacional Neto	0	0	0	0	0
	(-) Impuesto de Renta No Operativo	-49.496	-53.554	-54.580	-53.230	-51.809
	(+) Deuda Adicional	648.000	862.812	1.077.624	1.278.000	1.458.000
	(-) Amortizaciones Deuda Adicional	0	0	0	0	0
	Flujo de caja al accionista	279.055	726.569	958.929	1.202.645	1.391.946
	Disponible Inicial	700.876	912.333	1.509.029	2.272.067	3.203.891
	Caja mínima	0	0	0	0	0
	Pago de Dividendos	67.598	129.873	195.891	270.821	349.995
	Capitalizaciones	0	0	0	0	0
	Disponible Final	912.333	1.509.029	2.272.067	3.203.891	4.245.842

MAYO 21 de 2013



VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA (Millones de Pesos) a 05 de abril de 2013

Concepto	2013py	2014py	2015py	2016 py	2017py
Flujo Neto Operacional	\$142.483	\$388.337	\$569.720	\$801.979	\$1.063.995
Tasa de Descuento (WACC)	11,12%	11,12%	11,12%	11,12%	11,12%
Factor de descuento	90%	81%	73%	66%	59%
Valor residual					\$10.518.521
Flujo Neto Operacional Descontado	\$128.230	\$314.528	\$415.277	\$526.096	\$628.156
Flujo acumulado en T	\$128.230	\$442.758	\$858.036	\$1.384.132	\$2.012.288
Tasa de Crecimiento	1,0%				
Valor Presente del FCL	\$2.012.288				
Valor Presente del Vr.Residual	\$6.209.872				
Valor Neto de la Operación	\$8.222.160				
Caja y Equivalentes	700.876				
Inversiones Permanentes	\$29.912				
Valor Total de Empresa	\$8.952.948				
Valor de la Deuda	\$3.932.584				
Valoración por EVA	\$5.020.364				
Valor de la Acción AviancaTaca	\$5.570				
Valoracion con relacion al precio Actual	25,9%				

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

BURKENROAD REPORTS LATINAMERICA

AVIANCA TACA HOLDING S.A.

MAYO 21 de 2013



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

El Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey (ITESM), el Instituto de Estudios Superiores de Administración de Venezuela (IESA), y la Universidad de los Andes de Colombia, el Instituto Colombiano de Estudios Superiores Incolta de Colombia (ICESI), la Escuela de Postgrado de Administración de Empresas de Ecuador (ESPAE), la Universidad Francisco Marroquín de Guatemala, junto con la Universidad de Tulane, realizan también el Proyecto Burkenroad en Latinoamérica.

Este proyecto recibe el apoyo del Fondo de Inversiones Multilaterales del Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

Este programa enriquece el capital humano al brindar entrenamiento en técnicas de análisis financiero. A su vez, pretende facilitar el acceso de empresas a fuentes de financiamiento proporcionando información financiera a inversionistas e instituciones del sector.

Los reportes preparados en el marco de este programa evalúan las condiciones financieras y las oportunidades de inversión en empresas. Los reportes financieros de empresas que listan en la Bolsa de Valores son distribuidos a inversionistas nacionales y extranjeros a través de su publicación en nuestra página web y en la red Burkenroad Latinoamérica. También son distribuidos sólo a empresas beneficiarias para su uso en futuras presentaciones privadas a instituciones financieras o inversionistas potenciales. Los planes de inversión y la situación financiera de las empresas analizadas son presentados a la comunidad académica y a la financiera interesada en un Encuentro Semestral.

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

http://www.eafit.edu.co/escuelas/administracion/laboratoriofinanciero/Paginas/Burkenroad.aspx http://www.latinburkenroad.com/

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