



BURKENROAD REPORTS  
AVIANCATACA HOLDINGS S.A.

JOHN ALEXANDER RADA GIRALDO

PROYECTO DE GRADO II

TUTOR  
JULIÁN BENAVIDES FRANCO, Ph.D.

UNIVERSIDAD ICESI  
FACULTAD DE CIENCIAS ADMINISTRATIVAS Y ECONÓMICAS  
PROGRAMA DE ECONOMÍA Y NEGOCIOS INTERNACIONALES  
SANTIAGO DE CALI  
MAYO DE 2012



## CONTENIDO

1. RESUMEN EJECUTIVO .....	- 5 -
1.1. Descripción de la Compañía:.....	- 5 -
1.2. Misión y Visión:.....	- 5 -
1.2.1. Misión:.....	- 5 -
1.2.2. Visión: .....	- 5 -
1.3. Filosofía Empresarial: .....	- 5 -
2. RESUMEN EMPRESARIAL .....	- 6 -
2.1. Estructura y Tipo de Propiedad: .....	- 6 -
2.2. Historia de la Empresa: .....	- 7 -
2.2.1. Historia de Aerovías del Continente Americano S.A - Avianca: .....	- 7 -
2.2.2. Historia de Taca: .....	- 7 -
2.2.3. Historia de AviancaTaca Holdings S.A:.....	- 8 -
2.3. Infraestructura de la Compañía: .....	- 8 -
3. Productos y servicios.....	- 9 -
3.1. Descripción de Productos y Servicios:.....	- 9 -
4. Análisis del Mercado.....	- 10 -
4.1. Generalidades del Sector:.....	- 10 -
4.1.1. Mercado Internacional:.....	- 10 -
4.1.2. Transporte de Carga: .....	- 10 -
4.2. Segmentación del Mercado: .....	- 10 -
4.3. Posicionamiento: .....	- 11 -
5. RESUMEN ADMINISTRATIVO .....	- 11 -
5.1. Estructura Organizacional:.....	- 11 -
5.2. Junta Directiva:.....	- 12 -
6. ANÁLISIS FINANCIERO: .....	- 12 -
6.1. Suposiciones Generales:.....	- 12 -
6.1.1. Balance General: .....	- 13 -
6.1.2. Estado de Resultados:.....	- 14 -
6.2. Indicadores Financieros:.....	- 15 -
6.3. Balance General: .....	- 16 -
6.3.1. Históricos: .....	- 17 -
6.3.2. Proyectados: .....	- 18 -



---

6.4.	ESTADO DE RESULTADOS:.....	- 19 -
6.4.1.	Histórico:.....	- 19 -
6.4.2.	Proyectados: .....	- 20 -
6.5.	Flujo de Efectivo: .....	- 20 -
6.5.1.	Histórico:.....	- 21 -
6.5.2.	Proyectados: .....	- 22 -
6.6.	FLUJO DE CAJA LIBRE: .....	- 22 -
6.6.1.	Histórico:.....	- 23 -
6.6.2.	Proyectados: .....	- 23 -
6.7.	Proyección Precio de la Acción:.....	- 23 -
7.	VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA.....	- 24 -
8.	ANÁLISIS DE RIESGO .....	- 25 -



---

## RESUMEN

Este trabajo tiene como objetivo brindar la información suficiente, de acuerdo al modelo de reporte financiero Burkenroad Report, para tener una visión general de la compañía AviancaTaca Holdings S.A. Para ello, se exponen diferentes elementos como la descripción general de la compañía, su historia, un análisis del mercado en el que se desenvuelve y el respectivo análisis financiero y sus proyecciones a futuro.

**Palabras Clave:** Burkenroad Report, AviancaTaca, Equity Research, Simulación de Montecarlo, Proyecciones Financieras, Indicadores Financieros, Valoración Financiera.



## **1. RESUMEN EJECUTIVO**

### **1.1. DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA:**

AviancaTaca Holdings S.A es una unión para crear la mayor red de rutas y servicios aéreos de calidad mundial para los viajeros de América Latina, presenta centro de conexiones en Bogotá, San Salvador, San José de Costa Rica y Lima. Cuenta con unos ingresos anuales de alrededor de 3 billones de dólares, gracias a su flota de 150 aeronaves de corto, medio y largo recorrido y a sus más de 18 millones de viajeros transportados.

AviancaTaca, grupo de aerolíneas líder en Latinoamérica sirve en forma directa en más de 100 destinos en América y Europa, los cuales conectan con más de 750 destinos en el mundo a través de sus aerolíneas socias alrededor del globo. Con cerca de cuatro millones de viajeros miembros del Programa de viajero frecuente, el grupo aéreo registra ingresos anuales por ventas combinadas de aproximadamente tres billones de dólares.

Las Aerolíneas combinan sus sólidas posiciones sobre la base de la complementariedad de flota y redes, la diversidad de mercados, la más amplia cobertura en Latinoamérica, la operación coordinada entre cuatro Centros de Conexiones, la alineación en filosofías de cultura de servicio y las competencias de un equipo humano que ya había alcanzado grandes logros para crear un modelo de negocio competitivo, diversificado y sostenible en el largo plazo.

El grupo ofrece además un vasto portafolio de productos y servicios aeronáuticos, entre los que se cuentan servicios aéreos de carga, correo, courier, asistencia aeronáutica especializada y planes turísticos.

### **1.2. MISIÓN Y VISIÓN:**

#### **1.2.1. Misión:**

Volamos y servimos con pasión para ganar tu lealtad.

#### **1.2.2. Visión:**

Para 2015, ser la aerolínea líder de América Latina preferida en el mundo.

- El mejor lugar para trabajar.
- La mejor opción para los clientes.
- Valor excepcional para los accionistas.

### **1.3. FILOSOFÍA EMPRESARIAL:**

La filosofía empresarial de AviancaTaca Holdings S.A está definida por sus administradores de acuerdo a ciertos valores sobre los cuales se deben cobijar todos sus colaboradores.

AviancaTaca Holdings S.A es una compañía enfocada en la seguridad que comprometen los distintos grupos de interés sobre ellos, trabajando con rigor y cuidando su integridad. Así pues, su objetivo es generar un ambiente de calidez y pasión por el trabajo que se realiza, de esta manera

aseguran la felicidad de las personas, lo que genera una gran satisfacción para la compañía. Por ende, la excelencia, la honestidad y el trabajo en equipo son los pilares sobre los que se deben soportar los colaboradores para trabajar de manera disciplinada, donde se actúa la transparencia a nivel interno y externo, y de esta forma, se alcanzan los vínculos estrechos ente colaboradores y grupos de interés para crear y entregar experiencias inspiradoras.

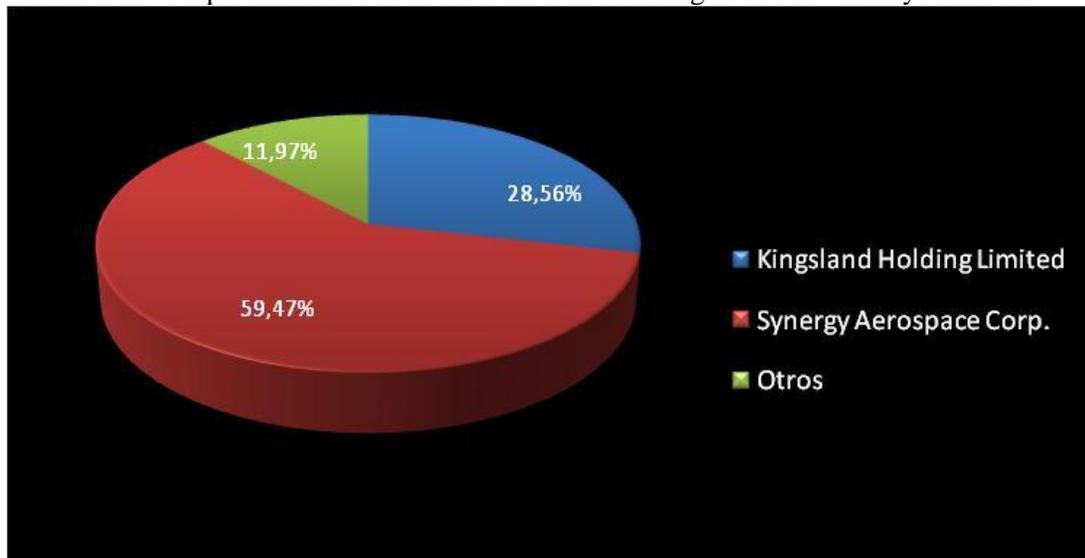
## 2. RESUMEN EMPRESARIAL

### 2.1. ESTRUCTURA Y TIPO DE PROPIEDAD:

La estructura de AviancaTaca Holdings S.A al 30 de abril de 2012 está compuesta por un total de 901.307.920 millones de acciones suscritas y pagadas comunes y preferentes. De este total, 100.000.000 millones de acciones son preferentes con un valor nominal de \$0.125 por acción al 28 de marzo de 2011 por un monto total de \$500.000.000 millones de dólares. Posteriormente, el 11 de mayo de 2011 se convirtieron 59.907.920 millones de acciones comunes a preferentes por un monto de \$14.520.000 millones de dólares, por lo que el valor total de acciones preferentes pasó a 159.907.920 millones de acciones.

De esta manera, la composición accionaria de AviancaTaca Holdings S.A al 27 de mayo de 2011 es: Kingsland Holding Limited, la cual es una sociedad incorporada conforme a las leyes de Bahamas 100% propiedad indirecta de Atlantis Trust posee el 28.56% de las acciones, Synergy Aerospace Corp., la cual es una sociedad incorporada conforme a las leyes de la República de Panamá 100% propiedad de la sociedad Synergy Group Corp. Posee el 59.47% de las acciones, siendo estas dos sociedades los mayores accionistas de AviancaTaca Holdings S.A. El 11.97% restante se encuentra en poder de otros accionistas.

Gráfico # 1. Composición Accionaria AviancaTaca Holdings S.A a 27 de mayo de 2011.



FUENTE: AviancaTaca.com. Cálculos Propios



## **2.2. HISTORIA DE LA EMPRESA:**

La historia de AviancaTaca Holdings S.A proviene de dos grandes aerolíneas que comenzaron sus operaciones a nivel regional e internacional durante la primera parte del siglo XX.

### **2.2.1. Historia de Aerovías del Continente Americano S.A - Avianca:**

La Aerolínea bandera de Colombia, fue fundada el 5 de diciembre de 1919 bajo la razón social Sociedad Colombo Alemana de Transporte Aéreo, SCADTA. El 14 de junio de 1940 se constituyó Aerovías Nacionales de Colombia S.A. – Avianca. Esta razón social resultó de la integración de SCADTA y la compañía Servicio Aéreo Colombiano – SACO.

El 14 de junio de 2005, consistente con la meta de alcanzar el liderazgo en la región, la Compañía modificó su razón social y se registró como Aerovías del Continente Americano S.A. Desde entonces, Avianca fue protagonista de una significativa transformación, que incluyó, entre muchos hechos relevantes, la expansión de la red de rutas, la modernización de la flota de aeronaves, la modernización de la infraestructura y de los equipos de tierra, la implementación de innovaciones y desarrollos tecnológicos para facilitar la experiencia de viaje, y el ingreso de la Aerolínea a los mercados de valores con una importante colocación de Bonos, esto último en 2009.

Producto de esta transformación, al cabo de 2010 Avianca alcanzó metas importantes en materia de excelencia y eficiencia operacional, crecimiento rentablemente y óptima estructura de capital; redefinición del producto adecuado para cada segmento; generación de lealtad por parte de los viajeros mediante la entrega de un servicio cálido y ágil; mejoramiento de la participación en los mercados nacional e internacional; y la consolidación como un grupo de Colaboradores inmersos en una cultura de alto desempeño y con visión internacional.

Avianca mantiene su liderazgo en el mercado aéreo nacional y en la oferta de vuelos entre Colombia y el exterior; opera en forma directa a 21 destinos en Colombia y a 22 puntos en América y Europa. Desde su hub en Bogotá, multiplica las posibilidades de conexión entre destinos operados directamente o a través de acuerdos de código compartido con otras aerolíneas de reconocimiento internacional. Además del servicio de transporte aéreo de pasajeros, Avianca ofrece un completo portafolio de servicios turísticos, transporte de correo, carga, courier y asistencia aeronáutica, a través de sus Unidades de Negocios Avianca Tours, Deprisa y Avianca Services.

### **2.2.2. Historia de Taca:**

Fundada en Honduras en 1931, TACA es la aerolínea líder en Centro América. A finales de la década de los 80, la Aerolínea lideró la consolidación de la industria aérea en la región a través de la adquisición de operadoras como Lacs de Costa Rica, Aviateca de Guatemala, Nica de Nicaragua, Sahsa de Honduras, y cinco regionales más.

En el año 2000, TACA se expandió a Suramérica con la marca TACA Perú y la operación de Centro de Conexiones en Lima.



Como consecuencia de la crisis de la industria aérea de 2001, TACA inició un plan de transformación enfocado en la renovación de su flota, la optimización de la estructura de ingresos y costos, y la excelencia operativa. De esa manera se fortaleció su gestión gerencial y operativa, y logró un crecimiento rentable, la diversificación de ingresos y lograr la preferencia en varios de los mercados que sirve.

La conquista de nuevos destinos en América llegó en 2003 con la apertura de vuelos hacia varios destinos en Estados Unidos. Dos años después se abrió la primera ruta directa entre El Salvador y Perú. Ya, hacia finales de 2009 se incluían en la oferta vuelos desde y hacia las capitales y ciudades secundarias más importantes de Sudamérica.

Con el fin de brindar siempre más y mejores alternativas a todos los usuarios, TACA cuenta hoy con posibilidades de enlaces directos a destinos en 22 países, servidos en equipos Airbus y Embraer, a través de Centros de Conexiones ubicados en San Salvador, San José y Lima. A esta oferta se suma la de vuelos en código compartido e interlínea con más de 35 compañías aéreas en el mundo.

TACA complementa su portafolio con opciones para viajes de descanso, así como con beneficios exclusivos, reservados para los clientes frecuentes socios del programa de lealtad.

### **2.2.3. Historia de AviancaTaca Holdings S.A:**

La unión de dos empresas exitosas: cuatro centros de conexiones ubicados en puntos estratégicos a lo largo del continente. Una red de rutas con más de 100 destinos en América y Europa, además de unos 750 alrededor del mundo, cubiertos mediante acuerdos con otras líneas aéreas. Más de 15 millones de pasajeros transportados en 2009 y cerca de 18 millones en 2010. Un número superior a los cuatro millones de viajeros frecuentes asociados al programa de lealtad. Una flota moderna y homogénea, caracterizada por su confort y eficiencia, adecuada para rutas de corto, mediano y largo alcance.

Soportados en estas, entre varias fortalezas, el 7 de octubre de 2009 el accionista mayoritario de Avianca, Synergy Aerospace Corp., y Kingsland Holding Limited, propietaria del Grupo TACA, hicieron pública la intención de unirse para afianzar su posición estratégica en la región y potenciar su capacidad de crecimiento en la industria.

Así, con el desafío de consolidar la mejor oferta de servicios de transporte aéreo de la región y luego de concluir la fase de aprobaciones regulatorias y de competencia exigidas, en febrero de 2010 los inversionistas oficializaron la unión estratégica de sus negocios. Por parte del Grupo TACA están incluidas las aerolíneas TACA International, y su participación en las aerolíneas Lacsá, Taca Perú, Aviateca, Sansa, La Costeña, Aeroperlas e Isleña. Por parte de Avianca están incluidas: Avianca, Tampa Cargo y AeroGal, de Ecuador, recientemente incorporada.

## **2.3. INFRAESTRUCTURA DE LA COMPAÑÍA:**

Desde la creación de Avianca Taca Holdings S.A en el año 2009, la compañía ha experimentado grandes cambios en su infraestructura. Por un lado, con la fusión de las dos flotas de ambas



compañías, pasando de 9 familias de aviones (Boeing 767, Boeing 757, Boeing 737, Airbus A330, Airbus A320, McDonnell-Douglas MD83, Embraer 190, Fokker F100 y Fokker F50) a tan sólo 4 familias (Airbus A330, Airbus A320, Embraer 190 y Fokker F50), lo que reduce el número de fabricantes de 5 a 3, con Airbus, Embraer y Fokker. Estos cambios realizados hasta noviembre de 2011 significan la entrega de 26 aeronaves y la incorporación de 31 aeronaves para un total del 89% del plan de renovación de la flota.

Por otra parte, AviancaTaca Holdings S.A cuenta con 4 centros de operaciones para el transporte de pasajeros y movimiento de mercancías. Estos centros se encuentran ubicados en el aeropuerto internacional El Dorado de Santafé de Bogotá (Puente Aéreo de Avianca), en el aeropuerto internacional El Salvador de San Salvador, el aeropuerto internacional Juan Santamaría de San José de Costa Rica y en el aeropuerto internacional Jorge Chávez de Lima.

### 3. PRODUCTOS Y SERVICIOS

#### 3.1. DESCRIPCIÓN DE PRODUCTOS Y SERVICIOS:

AviancaTaca Holdings S.A es una compañía dedicada al transporte aéreo de pasajeros y movimiento de cargamento aéreo. Para ello, cuenta con una flota de 109 aeronaves (a 30 de abril 2012) de corto, mediano y largo alcance, que le permite cubrir los mercados nacionales e internacionales a los que ha incursionado de una manera eficiente y segura.

Por otra parte, se encuentran las distintas marcas de servicios adicionales para pasajeros y cargamento que presenta AviancaTaca Holdings S.A. Entre ellos se tienen:



Avianca, Taca, Taca Regional, Aerogal prestan los servicios de transporte aéreo de pasajeros. Por su parte, Tampa Cargo y Taca Cargo sirven en el transporte aéreo de carga. Deprisa es el operador logístico del movimiento de las mercancías a nivel terrestre. Finalmente, Avianca Tours, Avianca Services y Life Miles son servicios adicionales para pasajeros, como acumulación de puntos para promociones, salas VIP y paquetes exclusivos de viajes a diferentes destinos a cargo de la compañía.



## 4. ANÁLISIS DEL MERCADO

### 4.1. GENERALIDADES DEL SECTOR:

La Asociación Internacional de Transporte Aéreo, IATA por sus siglas en inglés, emitió los resultados de la industria aérea, los cuales superaron las expectativas, pues se esperaban unos beneficios de alrededor de USD \$4.000 millones durante este año, sin embargo los resultados estuvieron en USD \$6.900 millones. Sumándose a esto, el incremento en la demanda global de pasajeros tuvo un aumento del 5.9%, mientras que el mercado de carga si presentó reducciones del 0.7% a nivel global.

Para este tipo de industria, es claro reconocer el alto nivel de sensibilidad que presenta frente a los precios de los combustibles. Así pues, de acuerdo a los estimados de IATA, se calcularon unos gastos de USD \$232.673 millones para suplir el rubro de los combustibles a un precio de USD \$110 por barril para 2011. Por consiguiente, esto equivale a un 30% de los costos totales para las aerolíneas a nivel mundial.

#### 4.1.1. Mercado Internacional:

El transporte aéreo de pasajeros presentó un incremento a nivel global del 5.9%, mientras que la capacidad de transporte internacional aumentó en 8.2%. Las aerolíneas latinoamericanas estuvieron a la vanguardia del crecimiento del tráfico para el 2011, con un crecimiento de la demanda en 10.2% y una capacidad de 9.2%. Las aerolíneas europeas registraron crecimientos del 9.5%, mientras que su capacidad aumentó en 10.2%. Eso se debió principalmente a los viajes de negocios de larga distancia registrados en Europa del Norte. Por otra parte, el mercado de América del Norte registró un crecimiento del 4% y su capacidad en un 6%. Por otro lado, el Medio Este aumentó en un 8.9% ante un incremento en la capacidad del 9.7%. El mercado asiático tuvo una gran diferencia entre demanda y capacidad, principalmente debido al tsunami de Japón, por lo que registraron valores de aumento de 4.1% en demanda de pasajeros y la capacidad en 6.4%. Finalmente, el mercado africano es el de menor crecimiento, debido a los disturbios civiles presentados durante el año, lo que reducen su demanda de transporte aéreo a sólo un 2.3%.

#### 4.1.2. Transporte de Carga:

El transporte de carga a nivel internacional estuvo por debajo de las expectativas para el año 2011. Las aerolíneas registraron 46.4 millones de toneladas movidas comparadas con 48.2 millones de toneladas estimadas. Sin embargo, se espera que para el 2012 este mercado se normalice.

### 4.2. SEGMENTACIÓN DEL MERCADO:

La segmentación del mercado en las aerolíneas es muy clara, pues sus aeronaves se encuentran distribuidas entre los pasajeros de primera clase, que son los que buscan mayor confort y servicios



dentro de la cabina de las aeronaves. La clase ejecutiva y económica está dirigida mucho más a los pasajeros en viaje de negocios y turismo.

Para el caso de AviancaTaca Holding S.A, sus aeronaves se encuentran divididas en las tres categorías. Sin embargo, la presencia de las zonas de pasajeros de primera clase se encuentran principalmente en los vuelos de larga distancia o transcontinentales.

### 4.3. POSICIONAMIENTO:

El posicionamiento de liderazgo de AviancaTaca a lo largo de todo el continente americano es clave. Hasta 2011 continuó con su posición número 1 en los mercados regionales, de América del Sur, América Central y sus conexiones hacia América del Norte y Europa.

En el mercado colombiano cuenta con la participación del 56.9%. En Perú con el 8.4% del mercado. En Ecuador con el 31.8% del mercado y en Centro América cuenta con el 77.3% del mercado. Todas estas operaciones incluyen los movimientos regionales de Aerogal.

Por otra parte, AviancaTaca sigue fortaleciendo su liderazgo desde los mercados base hacia el exterior. En este caso cuenta con el 68% de la participación en los mercados base, el 33.8% desde los mercado base hacia Norteamérica, el 53% desde los mercados base hacia Suramérica y el 23.7% desde los mercados base hacia Europa.

## 5. RESUMEN ADMINISTRATIVO

### 5.1. ESTRUCTURA ORGANIZACIONAL:

La compañía AviancaTaca Holdings S.A se encuentra dirigida por la junta directiva. A su vez, las operaciones se dividen dentro de tres comités específicos: el comité de auditoría, el comité de talento humano y compensación y el comité financiero.





## **5.2. JUNTA DIRECTIVA:**

La composición de la junta directiva, de acuerdo a los términos de AviancaTaca, se encuentra así: actualmente la Junta Directiva de AviancaTaca está compuesta por once (11) miembros principales elegidos por la Asamblea General de Accionistas, la mayoría de los cuales es independiente y pueden ser reelegidos indefinidamente. Los accionistas de AviancaTaca han adoptado estándares internacionales en sus órganos de administración. En desarrollo de lo anterior, la Junta Directiva de AviancaTaca incluye seis (6) miembros independientes, seleccionados con base en los criterios establecidos en la Ley Sarbanes-Oxley de los Estados Unidos. Dichos miembros independientes hacen parte del Comité de Auditoría.

De acuerdo con los Estatutos Sociales de AviancaTaca, los miembros de Junta Directiva, y su Presidente pueden tener cualquier nacionalidad.

Las reuniones de la Junta Directiva se celebran mensualmente, o cuando resulte necesario. La convocatoria a las reuniones ordinarias y extraordinarias debe tener lugar por lo menos cinco (5) días hábiles de antelación a la fecha prevista para la celebración de la misma y debe incluir la agenda del día.

La Junta Directiva determina la dirección estratégica de AviancaTaca 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.

A la fecha del presente Prospecto, la Junta Directiva de AviancaTaca está conformada de la siguiente manera:

- Germán Efromovich.
- José Efromovich.
- Alexander Bialer.
- Isaac Yanovich Farbaiarz.\*
- Álvaro Jaramillo Buitrago.\*
- Ramiro Valencia Cossio.\*
- Juan Guillermo Serna V.\*
- Roberto Kriete.
- Joaquín Palomo.
- Federico A. Golcher.\*
- Marco Andrés Baldocchi Kriete.\*

\*Independientes.

## **6. ANÁLISIS FINANCIERO**

### **6.1. SUPOSICIONES GENERALES:**

En el desarrollo del análisis financiero, se comenzó por realizar ciertos supuestos para poder determinar las proyecciones financieras de la compañía. Los estados financieros tienen datos



históricos desde el año 2007 hasta el año 2010. Así pues, las proyecciones correspondientes se realizaron para los 5 períodos anuales siguientes (2011, 2012, 2013, 2014 y 2015).

Los parámetros establecidos para calcular las distintas proyecciones se estimaron mediante el crecimiento de cada uno de los rubros de los estados financieros o como un porcentaje de participación de las ventas del año en cuestión.

Para la elaboración de las proyecciones de los estados financieros, el flujo de efectivo y el flujo de caja libre se realizaron una estandarización de algunos de los rubros para su facilidad de manejo y entendimiento.

### **6.1.1. Balance General:**

Con respecto al balance general, los rubros que se tomaron como porcentaje de participación de las ventas fueron las cuentas por cobrar (CxC), los diferidos y otros activos corrientes (Dif), los inventarios (Inv), los otros activos de largo plazo (OALP), las cuentas por pagar (CxP), los otros por pagar (OxP), las obligaciones laborales de corto plazo (OLCP), las obligaciones laborales de largo plazo (OLLP), los pasivos, estimados y provisiones de corto plazo (PECP), los pasivo, estimado y provisiones de largo plazo (PELP) y los otros pasivos de largo plazo (OPLP). Con respecto al porcentaje de participación de la utilidad después de impuestos (UDI) se tienen los rubros de capital social (CS) y reservas (Res).

Los rubros del balance general que se estimaron como un crecimiento promedio anual fueron los diferidos y otros activos no corrientes (Dif), las inversiones-deudores de largo plazo (ILP), los activos fijos netos (AFN), el impuesto minoritario (IM), la revalorización del patrimonio (RevPat) y otras cuentas del patrimonio (OCP).

En cuanto a los rubros de obligaciones financieras de corto plazo (OFCP), deuda de largo plazo (DLP) y obligaciones financieras de largo plazo (OFLP) se hizo el supuesto de mantenerlas constante a lo largo de los períodos proyectados, para asumir que la compañía no incurriría en mayores deudas a través de este período.

Los rubros de efectivo (Ef) y títulos (Tit), se estimó mediante los movimientos obtenidos en el flujo de efectivo, de esta manera se lograban cuadrar las cuentas del balance general para mantener la identidad.



Tabla # 1. Parámetros de Cálculo del Balance General para la Estimación de las Proyecciones.

<b>ACTIVOS</b>		<b>Parámetros</b>
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>		
Cuentas por Cobrar	CxC	8,42% %Vts
Diferidos y Otros Activos	Dif	2,89% %Vts
Inventarios	Inv	1,10% %Vts
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>		
Inversiones-Deudores de Largo Plazo	ILP	10,95% %Gwt
Diferidos y Otros Activos	Dif	-4,18% %Gwt
Otros Activos de Largo Plazo	OALP	15,48% %Vts
Activos Fijos Netos	AFN	5,00% %Gwt
<b>PASIVOS</b>		
<b>PASIVOS CORRIENTES</b>		
Cuentas por Pagar	CxP	2,96% %Vts
Obligaciones Laborales de Corto Plazo	OLCP	8,81% %Vts
Pasivos, Estimados y Provisiones	PECP	4,54% %Vts
Otros por Pagar	OxP	17,14% %Vts
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>		
Obligaciones Laborales de Largo Plazo	OLLP	9,64% %Vts
Pasivos, Estimados y Provisiones de Largo Plazo	PELP	0,66% %Vts
Otros Pasivos de Largo Plazo	OPLP	3,19% %Vts
<b>INTERÉS MINORITARIO</b>	<b>IM</b>	<b>1,16% %Gwt</b>
<b>PATRIMONIO DE LOS ACCIONISTAS</b>		
Capital Social	CS	22,41% %UDI
Reservas	Res	26,98% %UDI
Revalorización del Patrimonio	RevPat	1,10% %Gwt
Otras Cuentas del Patrimonio	OCP	11,08% %Gwt

FUENTE: Cálculos Propios.

### 6.1.2. Estado de Resultados:

En cuanto al estado de resultados, se llevo el mismo proceso que en el balance general, por lo tanto, los rubros que se tomaron como porcentaje de participación de las ventas fueron los costos operacionales (CO), los gastos administrativos (GA), los ingresos/egresos no operacionales (Ing/EgNO). La depreciación del período (Dep.p) se tomo como porcentaje de participación de los activos fijos netos. Como porcentaje de participación de la utilidad antes de interés minoritario (UDIap) se tiene el rubro de interés minoritario (Min).

En el caso de los impuestos (Imp), se realizo una provisión anual del 33% para los períodos proyectados.

Tabla # 2. Parámetros de Cálculo del Estado de Resultados para la Estimación de las Proyecciones.

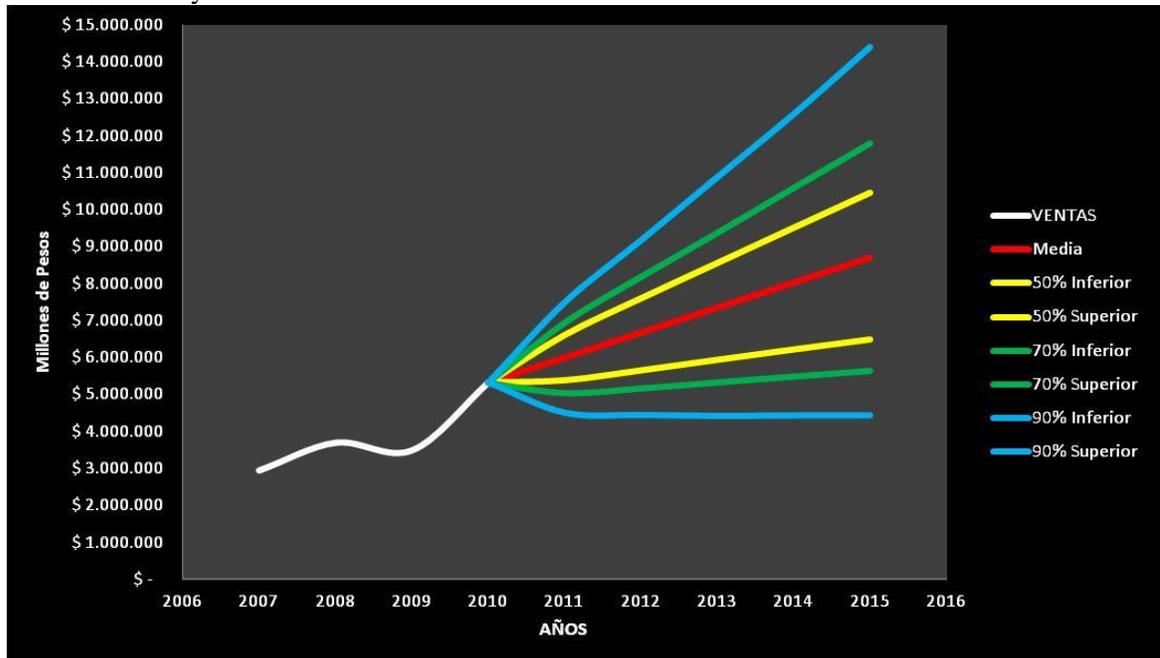


Costos Operacionales	CO	68,50% %Vts
Gastos de Administración	GA	20,00% %Vts
Depreciaciones, Amortizaciones y Provisiones	Dep.p	6,50% %AFN
Intereses	Int	1,50% %Gwt
Ingresos/Egresos No Operacionales	Ing/EgNO	0,80% %Vts
Impuestos	Imp	33,00% %Gwt
Interés Minoritario	Min	1,97% %UDlap

FUENTE: Cálculos Propios.

En el caso del rubro ventas (Vts), su estimación se realizó mediante una regresión lineal simple haciendo uso del software @RISK y su herramienta de la simulación de Montecarlo, lo que nos permitió obtener diferentes escenarios a su comportamiento futuro. Sin embargo, dentro de las proyecciones se ingresaron los datos obtenidos sobre la media de la regresión.

Gráfico # 2. Proyección de Ventas - Período 2012 a 2015.



FUENTE: Cálculos Propios.

## 6.2. INDICADORES FINANCIEROS:

En los indicadores financieros se tienen las distintas razones financieras correspondientes a liquidez, endeudamiento, rentabilidad y crecimiento. Las que se presentan a continuación están bajo criterios de importancia dentro de los cuatro campos.

En cuanto a los campos de liquidez, se puede notar que la razón corriente se encuentra por debajo de 1, esto nos indica que AviancaTaca cuenta con activos corrientes para pagar su deuda en el corto

plazo. Esto se debe en gran medida a los altos niveles de endeudamiento que ha presentado en cuanto a su renovación de flota, como se puede observar en el apalancamiento financiero del 72,6% para el año 2011.

Otras referencias importantes son con respecto al ROA y al ROE. Por un lado, el ROA se ha visto disminuido considerablemente desde el año 2007 como consecuencia de la homologación y renovación de la flota, lo que ha incrementado enormemente los niveles de activos fijos netos y el pago de los intereses por causa de los niveles de deuda que han reducido la utilidad neta de la compañía. Sin embargo, se espera que para 2015, con toda la flota renovada los niveles de deuda y el incremento de los activos fijos se vayan amortizando. En cuanto al ROE, la situación es similar, por los altos niveles de pago de intereses que reducen la utilidad neta de la compañía. No obstante, la fusión de Avianca y Taca incremento el capital social, impactando sobre este indicador.

Tabla # 3. Razones Financieras AviancaTaca Holdings S.A y Compañías Subordinadas.

<b>RAZONES FINANCIERAS</b>						
<b>AVIANCATACA HOLDINGS S.A Y COMPAÑÍAS SUBORDINADAS</b>						
		<b>AÑOS</b>				
		<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
<b>LIQUIDEZ</b>						
Razón Corriente	Veces	0,69	0,59	0,90	0,59	0,71
Posición de Efectivo	%	19,04%	11,26%	20,09%	11,40%	13,58%
Cuentas por Cobrar	Días	21,16	35,73	36,54	29,49	30,73
Inventario en Días	Días	-	0,05	7,72	6,66	5,86
Rotación de Activos	Veces	1,37	1,40	1,08	0,76	0,79
<b>ENDEUDAMIENTO</b>						
Apalancamiento Financiero	%	15,44%	32,32%	55,82%	74,35%	72,60%
Cobertura Intereses	Veces	4,16	6,93	1,15	1,57	1,66
<b>RENTABILIDAD</b>						
MIR (Margen Rent)	%	15,40%	1,24%	0,56%	2,07%	2,51%
ROA	%	21,08%	1,73%	0,60%	1,57%	1,99%
ROE	%	93,17%	6,30%	2,70%	9,28%	11,59%
Margen EBITDA	%	15,43%	8,10%	8,18%	12,61%	11,50%
<b>CRECIMIENTO</b>						
Crecimiento Vt/CVt	%		-12,35%	1,56%	7,33%	-2,84%
Crecimiento EBITDA	%		-34,24%	-4,51%	134,55%	2,78%

FUENTE: Cálculos Propios.

### 6.3. BALANCE GENERAL:

A continuación se presenta el balance general histórico y proyectado de acuerdo a las suposiciones generales establecidas en el punto 6.1.

### 6.3.1. Históricos:

<b>AVIANCATACA HOLDINGS S.A. Y COMPAÑÍAS SUBORDINADAS</b>				
<b>BALANCE GENERAL CONSOLIDADO A 31 DE DICIEMBRE 2007 - 2008 - 2009 - 2010</b>				
<b>Valores Expresados en Millones de Pesos Colombianos</b>				
<b>ACTIVOS</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>				
Efectivo	\$ 410.588	\$ 297.841	\$ 649.284	\$ 797.218
Títulos	\$ -	\$ -	\$ 114.772	\$ -
Cuentas por Cobrar	\$ 171.177	\$ 362.169	\$ 349.961	\$ 429.981
Diferidos y Otros Activos	\$ 68.333	\$ 102.235	\$ 148.278	\$ 119.244
Inventarios	\$ -	\$ 391	\$ 52.836	\$ 64.606
<b>TOTAL ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>\$ 650.098</b>	<b>\$ 762.636</b>	<b>\$ 1.315.131</b>	<b>\$ 1.411.049</b>
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>				
Inversiones-Deudores de Largo Plazo	\$ 756.833	\$ 658.132	\$ 685.236	\$ 971.562
Diferidos y Otros Activos	\$ 182.020	\$ 175.302	\$ 130.033	\$ 152.102
Otros Activos de Largo Plazo	\$ 230.471	\$ 559.182	\$ 711.709	\$ 992.614
Activos Fijos Netos	\$ 337.340	\$ 490.431	\$ 389.822	\$ 3.463.338
<b>TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>\$ 1.506.664</b>	<b>\$ 1.883.047</b>	<b>\$ 1.916.800</b>	<b>\$ 5.579.616</b>
<b>ACTIVOS TOTALES</b>	<b>\$ 2.156.762</b>	<b>\$ 2.645.683</b>	<b>\$ 3.231.931</b>	<b>\$ 6.990.665</b>
<b>PASIVOS</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>
<b>PASIVOS CORRIENTES</b>				
Cuentas por Pagar	\$ 238.780	\$ 250.683	\$ 340.434	\$ 567.122
Obligaciones Laborales de Corto Plazo	\$ 62.135	\$ 101.854	\$ 135.660	\$ 164.913
Obligaciones Financieras de Corto Plazo	\$ 47.728	\$ 188.059	\$ 131.878	\$ 484.702
Pasivos, Estimados y Provisiones	\$ 83.619	\$ 165.446	\$ 224.412	\$ 235.534
Otros por Pagar	\$ 508.163	\$ 595.635	\$ 627.825	\$ 919.565
<b>TOTAL PASIVOS CORRIENTES</b>	<b>\$ 940.425</b>	<b>\$ 1.301.677</b>	<b>\$ 1.460.209</b>	<b>\$ 2.371.836</b>
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>				
Deuda de Largo Plazo	\$ 26.259	\$ 24.452	\$ 528.187	\$ 511.386
Obligaciones Laborales de Largo Plazo	\$ 523.370	\$ 324.037	\$ 256.133	\$ 252.571
Obligaciones Financieras de Largo Plazo	\$ 15.097	\$ 134.594	\$ 254.795	\$ 2.440.661
Pasivos, Estimados y Provisiones de Largo Plazo	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 34.947
Otros Pasivos de Largo Plazo	\$ 164.001	\$ 132.372	\$ 7.220	\$ 182.726
<b>TOTAL PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>\$ 728.727</b>	<b>\$ 615.455</b>	<b>\$ 1.046.335</b>	<b>\$ 3.422.291</b>
<b>PASIVOS TOTALES</b>	<b>\$ 1.669.152</b>	<b>\$ 1.917.132</b>	<b>\$ 2.506.544</b>	<b>\$ 5.794.127</b>
<b>INTERÉS MINORITARIO</b>	<b>\$ (276)</b>	<b>\$ 1.621</b>	<b>\$ 1.389</b>	<b>\$ 11.183</b>
<b>PATRIMONIO DE LOS ACCIONISTAS</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>
Capital Social	\$ 8.937	\$ 8.937	\$ 8.937	\$ 198.229
Reservas	\$ 4.260	\$ 4.260	\$ 13.818	\$ -
Revalorización del Patrimonio	\$ (47.635)	\$ (47.635)	\$ (48.687)	\$ -
Otras Cuentas del Patrimonio	\$ 67.739	\$ 715.590	\$ 730.386	\$ 877.094
Utilidad del Ejercicio	\$ 454.585	\$ 45.778	\$ 19.544	\$ 110.032
<b>TOTAL PATRIMONIO DE LOS ACCIONISTAS</b>	<b>\$ 487.886</b>	<b>\$ 726.930</b>	<b>\$ 723.998</b>	<b>\$ 1.185.355</b>
<b>TOTAL PASIVO, INTERÉS MINORITARIO Y PATRIMONIO</b>	<b>\$ 2.156.762</b>	<b>\$ 2.645.683</b>	<b>\$ 3.231.931</b>	<b>\$ 6.990.665</b>

### 6.3.2. Proyectados:

<b>AVIANCATACA HOLDINGS S.A. Y COMPAÑÍAS SUBORDINADAS</b>					
<b>PROYECCIONES A 31 DE DICIEMBRE DE 2011 - 2012 - 2013 - 2014 - 2015</b>					
<b>Valores Expresados en Millones de Pesos Colombianos</b>					
<b>ACTIVOS</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>					
Efectivo	\$ 1.026.877	\$ 1.003.202	\$ 985.327	\$ 971.197	\$ 958.438
Títulos	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Cuentas por Cobrar	\$ 504.825	\$ 561.581	\$ 618.306	\$ 675.038	\$ 731.768
Diferidos y Otros Activos	\$ 173.286	\$ 192.768	\$ 212.239	\$ 231.713	\$ 251.186
Inventarios	\$ 65.956	\$ 73.371	\$ 80.783	\$ 88.195	\$ 95.607
<b>TOTAL ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>\$ 1.770.944</b>	<b>\$ 1.830.923</b>	<b>\$ 1.896.655</b>	<b>\$ 1.966.142</b>	<b>\$ 2.036.999</b>
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>					
Inversiones-Deudores de Largo Plazo	\$ 1.077.987	\$ 1.196.070	\$ 1.327.087	\$ 1.472.457	\$ 1.633.750
Diferidos y Otros Activos	\$ 145.743	\$ 139.650	\$ 133.811	\$ 128.217	\$ 122.856
Otros Activos de Largo Plazo	\$ 928.353	\$ 1.032.727	\$ 1.137.041	\$ 1.241.369	\$ 1.345.694
Activos Fijos Netos	\$ 3.636.505	\$ 3.818.330	\$ 4.009.247	\$ 4.209.709	\$ 4.420.194
<b>TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>\$ 5.788.588</b>	<b>\$ 6.186.776</b>	<b>\$ 6.607.187</b>	<b>\$ 7.051.751</b>	<b>\$ 7.522.494</b>
<b>ACTIVOS TOTALES</b>	<b>\$ 7.559.532</b>	<b>\$ 8.017.699</b>	<b>\$ 8.503.842</b>	<b>\$ 9.017.893</b>	<b>\$ 9.559.493</b>
<b>PASIVOS</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
<b>PASIVOS CORRIENTES</b>					
Cuentas por Pagar	\$ 528.524	\$ 587.945	\$ 647.333	\$ 706.728	\$ 766.122
Obligaciones Laborales de Corto Plazo	\$ 177.438	\$ 197.387	\$ 217.325	\$ 237.265	\$ 257.205
Obligaciones Financieras de Corto Plazo	\$ 484.702	\$ 484.702	\$ 484.702	\$ 484.702	\$ 484.702
Pasivos, Estimados y Provisiones	\$ 272.060	\$ 302.647	\$ 333.218	\$ 363.791	\$ 394.365
Otros por Pagar	\$ 1.027.562	\$ 1.143.088	\$ 1.258.551	\$ 1.374.027	\$ 1.489.501
<b>TOTAL PASIVOS CORRIENTES</b>	<b>\$ 2.490.286</b>	<b>\$ 2.715.770</b>	<b>\$ 2.941.128</b>	<b>\$ 3.166.514</b>	<b>\$ 3.391.894</b>
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>					
Deuda de Largo Plazo	\$ 511.386	\$ 511.386	\$ 511.386	\$ 511.386	\$ 511.386
Obligaciones Laborales de Largo Plazo	\$ 577.979	\$ 642.960	\$ 707.905	\$ 772.858	\$ 837.809
Obligaciones Financieras de Largo Plazo	\$ 2.440.661	\$ 2.440.661	\$ 2.440.661	\$ 2.440.661	\$ 2.440.661
Pasivos, Estimados y Provisiones de Largo Plazo	\$ 39.376	\$ 43.803	\$ 48.227	\$ 52.652	\$ 57.077
Otros Pasivos de Largo Plazo	\$ 191.461	\$ 212.987	\$ 234.500	\$ 256.017	\$ 277.532
<b>TOTAL PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>\$ 3.760.863</b>	<b>\$ 3.851.797</b>	<b>\$ 3.942.680</b>	<b>\$ 4.033.574</b>	<b>\$ 4.124.466</b>
<b>PASIVOS TOTALES</b>	<b>\$ 6.251.149</b>	<b>\$ 6.567.567</b>	<b>\$ 6.883.808</b>	<b>\$ 7.200.087</b>	<b>\$ 7.516.360</b>
<b>INTERÉS MINORITARIO</b>	<b>\$ 11.183</b>				
<b>PATRIMONIO DE LOS ACCIONISTAS</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
Capital Social	\$ 198.229	\$ 198.229	\$ 198.229	\$ 198.229	\$ 198.229
Reservas	\$ 71.521	\$ 169.252	\$ 295.595	\$ 450.251	\$ 632.933
Revalorización del Patrimonio	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Otras Cuentas del Patrimonio	\$ 877.094	\$ 877.094	\$ 877.094	\$ 877.094	\$ 877.094
Utilidad del Ejercicio	\$ 150.356	\$ 194.374	\$ 237.932	\$ 281.049	\$ 323.695
<b>TOTAL PATRIMONIO DE LOS ACCIONISTAS</b>	<b>\$ 1.297.200</b>	<b>\$ 1.438.949</b>	<b>\$ 1.608.850</b>	<b>\$ 1.806.623</b>	<b>\$ 2.031.950</b>
<b>TOTAL PASIVO, INTERÉS MINORITARIO Y PATRIMONIO</b>	<b>\$ 7.559.532</b>	<b>\$ 8.017.699</b>	<b>\$ 8.503.842</b>	<b>\$ 9.017.893</b>	<b>\$ 9.559.493</b>

#### 6.4. ESTADO DE RESULTADOS:

A continuación se presenta el estado de resultados histórico y proyectado de acuerdo a las suposiciones generales establecidas en el punto 6.1.

##### 6.4.1. Histórico:

AVIANCATACA HOLDINGS S.A. Y COMPAÑÍAS SUBORDINADAS				
ESTADO DE RESULTADOS CONSOLIDADO A 31 DE DICIEMBRE 2007 - 2008 - 2009 - 2010				
Valores Expresados en Millones de Pesos Colombianos				
AÑOS	2007	2008	2009	2010
Ventas Netas	\$ 2.952.486	\$ 3.699.919	\$ 3.495.701	\$ 5.321.601
Costos Operacionales	\$ 1.877.446	\$ 2.684.192	\$ 2.497.114	\$ 3.541.909
Gastos de Administración	\$ 619.537	\$ 716.197	\$ 712.567	\$ 1.108.822
<b>EBITDA</b>	<b>\$ 455.503</b>	<b>\$ 299.530</b>	<b>\$ 286.020</b>	<b>\$ 670.870</b>
Depreciaciones, Amortizaciones y Provisiones	\$ 63.467	\$ 86.330	\$ 125.407	\$ 250.021
<b>EBIT</b>	<b>\$ 392.036</b>	<b>\$ 213.200</b>	<b>\$ 160.613</b>	<b>\$ 420.849</b>
Intereses	\$ 94.192	\$ 30.767	\$ 139.535	\$ 268.200
Ingresos/Egresos No Operacionales	\$ 191.609	\$ (138.849)	\$ (10.779)	\$ 12.187
<b>EBT</b>	<b>\$ 489.453</b>	<b>\$ 43.584</b>	<b>\$ 10.299</b>	<b>\$ 164.836</b>
Impuestos	\$ 31.337	\$ (4.036)	\$ (10.330)	\$ 56.172
<b>UTILIDAD ANTES DE INTERÉS MINORITARIO</b>	<b>\$ 458.116</b>	<b>\$ 47.620</b>	<b>\$ 20.629</b>	<b>\$ 108.664</b>
Interés Minoritario	\$ 3.532	\$ 1.842	\$ (1.085)	\$ 1.368
<b>UTILIDAD DESPUÉS DE IMPUESTOS</b>	<b>\$ 454.584</b>	<b>\$ 45.778</b>	<b>\$ 19.544</b>	<b>\$ 110.032</b>

#### 6.4.2. Proyectados:

<b>AVIANCATACA HOLDINGS S.A. Y COMPAÑÍAS SUBORDINADAS</b>					
<b>PROYECCIONES A 31 DE DICIEMBRE DE 2011 - 2012 - 2013 - 2014 - 2015</b>					
<b>Valores Expresados en Millones de Pesos Colombianos</b>					
<b>AÑOS</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
Ventas Netas	\$ 5.996.007	\$ 6.670.127	\$ 7.343.871	\$ 8.017.696	\$ 8.691.506,61
Costos Operacionales	\$ 4.107.264	\$ 4.569.037	\$ 5.030.552	\$ 5.492.122	\$ 5.953.682,03
Gastos de Administración	\$ 1.199.201	\$ 1.334.025	\$ 1.468.774	\$ 1.603.539	\$ 1.738.301,32
<b>EBITDA</b>	<b>\$ 689.541</b>	<b>\$ 767.065</b>	<b>\$ 844.545</b>	<b>\$ 922.035</b>	<b>\$ 999.523,26</b>
Depreciaciones, Amortizaciones y Provisiones	\$ 236.373	\$ 248.191	\$ 260.601	\$ 273.631	\$ 287.312,64
<b>EBIT</b>	<b>\$ 453.168</b>	<b>\$ 518.873</b>	<b>\$ 583.944</b>	<b>\$ 648.404</b>	<b>\$ 712.210,62</b>
Intereses	\$ 272.223	\$ 276.306	\$ 280.451	\$ 284.658	\$ 288.927,57
Ingresos/Egresos No Operacionales	\$ 47.968	\$ 53.361	\$ 58.751	\$ 64.142	\$ 69.532,05
<b>EBT</b>	<b>\$ 228.913</b>	<b>\$ 295.928</b>	<b>\$ 362.244</b>	<b>\$ 427.888</b>	<b>\$ 492.815,11</b>
Impuestos	\$ 75.541	\$ 97.656	\$ 119.541	\$ 141.203	\$ 162.628,98
<b>UTILIDAD ANTES DE INTERÉS MINORITARI</b>	<b>\$ 153.372</b>	<b>\$ 198.272</b>	<b>\$ 242.704</b>	<b>\$ 286.685</b>	<b>\$ 330.186,12</b>
Interés Minoritario	\$ 3.015	\$ 3.898	\$ 4.772	\$ 5.636	\$ 6.491,50
<b>UTILIDAD DESPUÉS DE IMPUESTOS</b>	<b>\$ 150.356</b>	<b>\$ 194.374</b>	<b>\$ 237.932</b>	<b>\$ 281.049</b>	<b>\$ 323.694,63</b>

#### 6.5. FLUJO DE EFECTIVO:

A continuación se presenta el flujo de efectivo histórico y proyectado de acuerdo a las suposiciones generales establecidas en el punto 6.1.

### 6.5.1. Histórico:

<b>AVIANCATACA HOLDINGS S.A. Y COMPAÑÍAS SUBORDINADAS</b>			
<b>ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO A 31 DE DICIEMBRE 2007 - 2008 - 2009 - 2010</b>			
<b>Valores Expresados en Millones de Pesos Colombianos</b>			
<b>FLUJO DE EFECTIVO</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>
<b>DE LAS OPERACIONES</b>			
Utilidad Despues Impuestos	\$ 45.778	\$ 19.544	\$ 110.032
<b>Ajustes de Flujos Contables</b>			
+ Depreciaciones, Amortizaciones y Provisiones	\$ 86.330	\$ 125.407	\$ 250.021
+Incremento Pasivos, Estimados y Provisiones	\$ 81.827	\$ 58.966	\$ 46.069
+Interés Minoritario	\$ 1.897	\$ (232)	\$ 9.794
+Incremento Rev. Patrimonio	\$ -	\$ (1.052)	\$ 48.687
Cambios en Capital de Trabajo			
-Incremento Cuentas por Cobrar	\$ (190.992)	\$ 12.208	\$ (80.020)
-Incremento Inventarios	\$ (391)	\$ (52.445)	\$ (11.770)
-Incremento Diferidos	\$ (33.902)	\$ (46.043)	\$ 29.034
+Incremento Otros Pasivos LP	\$ (31.629)	\$ (125.152)	\$ 175.506
+Incremento Cuentas por Pagar	\$ 11.903	\$ 89.751	\$ 226.688
+Incremento Obligaciones Laborales CP	\$ 39.719	\$ 33.806	\$ 29.253
+Incremento Otros por Pagar	\$ 87.472	\$ 32.190	\$ 291.740
+Incremento Obligaciones Laborales LP	\$ (199.333)	\$ (67.904)	\$ (3.562)
<b>=TOTAL OPERACIONES</b>	<b>\$ (101.321)</b>	<b>\$ 79.044</b>	<b>\$ 1.121.472</b>
<b>DE LAS INVERSIONES</b>			
-Incremento Activos Fijos Brutos	\$ (239.421)	\$ (24.798)	\$ (3.323.537)
-Inversiones Deudores Largo Plazo	\$ 98.701	\$ (27.104)	\$ (286.326)
-Incremento Diferidos	\$ 6.718	\$ 45.269	\$ (22.069)
-Incremento Otros Activos de Largo Plazo	\$ (328.711)	\$ (152.527)	\$ (280.905)
<b>=TOTAL INVERSIONES</b>	<b>\$ (462.713)</b>	<b>\$ (159.160)</b>	<b>\$ (3.912.837)</b>
<b>DE LA FINANCIACIÓN</b>			
-Incremento Títulos	\$ -	\$ (114.772)	\$ 114.772
+ Incremento Obl. Financieras CP	\$ 140.331	\$ (56.181)	\$ 352.824
+ Incremento Obl. Financieras LP	\$ 119.497	\$ 120.201	\$ 2.185.866
+ Incremento Deuda de Largo Plazo	\$ (1.807)	\$ 503.735	\$ (16.801)
+Incremento Capital Social	\$ -	\$ -	\$ 189.292
+Incremento Otras Cuentas Patrimonio	\$ 647.851	\$ 14.796	\$ 146.708
-Dividendos	\$ (454.585)	\$ (36.220)	\$ (33.362)
<b>=TOTAL FINANCIACIÓN</b>	<b>\$ 451.287</b>	<b>\$ 431.559</b>	<b>\$ 2.939.299</b>
ΔEfectivo	\$ (112.747)	\$ 351.443	\$ 147.934
+Efectivo Inicial	\$ 410.588	\$ 297.841	\$ 649.284
<b>=Efectivo Final</b>	<b>\$ 297.841</b>	<b>\$ 649.284</b>	<b>\$ 797.218</b>

## 6.5.2. Proyectados:

<b>AVIANCATACA HOLDINGS S.A. Y COMPAÑÍAS SUBORDINADAS</b>					
<b>PROYECCIONES A 31 DE DICIEMBRE DE 2011 - 2012 - 2013 - 2014 - 2015</b>					
<b>Valores Expresados en Millones de Pesos Colombianos</b>					
<b>FLUJO DE EFECTIVO</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
<b>DE LAS OPERACIONES</b>					
Utilidad Despues Impuestos	\$ 150.356	\$ 194.374	\$ 237.932	\$ 281.049	\$ 323.695
<b>Ajustes de Flujos Contables</b>					
+ Depreciaciones, Amortizaciones y Provisiones	\$ 236.373	\$ 248.191	\$ 260.601	\$ 273.631	\$ 287.313
+Incremento Pasivos, Estimados y Provisiones	\$ 40.955	\$ 35.014	\$ 34.995	\$ 34.999	\$ 34.998
+Interés Minoritario	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
+Incremento Rev. Patrimonio	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
<b>Cambios en Capital de Trabajo</b>					
-Incremento Cuentas por Cobrar	\$ (74.844)	\$ (56.757)	\$ (56.725)	\$ (56.732)	\$ (56.730)
-Incremento Inventarios	\$ (1.350)	\$ (7.415)	\$ (7.411)	\$ (7.412)	\$ (7.412)
-Incremento Diferidos	\$ (54.042)	\$ (19.482)	\$ (19.471)	\$ (19.474)	\$ (19.473)
+Incremento Otros Pasivos LP	\$ 8.735	\$ 21.526	\$ 21.514	\$ 21.516	\$ 21.516
+Incremento Cuentas por Pagar	\$ (38.598)	\$ 59.421	\$ 59.388	\$ 59.395	\$ 59.394
+Incremento Obligaciones Laborales CP	\$ 12.525	\$ 19.949	\$ 19.938	\$ 19.940	\$ 19.940
+Incremento Otros por Pagar	\$ 107.997	\$ 115.527	\$ 115.462	\$ 115.476	\$ 115.474
+Incremento Obligaciones Laborales LP	\$ 325.408	\$ 64.981	\$ 64.945	\$ 64.953	\$ 64.951
<b>=TOTAL OPERACIONES</b>	<b>\$ 713.516</b>	<b>\$ 675.329</b>	<b>\$ 731.167</b>	<b>\$ 787.341</b>	<b>\$ 843.664</b>
<b>DE LAS INVERSIONES</b>					
-Incremento Activos Fijos Brutos	\$ (409.540)	\$ (430.017)	\$ (451.518)	\$ (474.093)	\$ (497.798)
-Inversiones Deudores Largo Plazo	\$ (106.425)	\$ (118.083)	\$ (131.018)	\$ (145.369)	\$ (161.293)
-Incremento Diferidos	\$ 6.359	\$ 6.093	\$ 5.838	\$ 5.594	\$ 5.360
-Incremento Otros Activos de Largo Plazo	\$ 64.261	\$ (104.373)	\$ (104.315)	\$ (104.327)	\$ (104.325)
<b>=TOTAL INVERSIONES</b>	<b>\$ (445.345)</b>	<b>\$ (646.379)</b>	<b>\$ (681.012)</b>	<b>\$ (718.196)</b>	<b>\$ (758.056)</b>
<b>DE LA FINANCIACIÓN</b>					
-Incremento Títulos	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
+ Incremento Obl. Financieras CP	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
+ Incremento Obl. Financieras LP	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
+ Incremento Deuda de Largo Plazo	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
+Incremento Capital Social	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
+Incremento Otras Cuentas Patrimonio	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
-Dividendos	\$ (38.511)	\$ (52.625)	\$ (68.031)	\$ (83.276)	\$ (98.367)
<b>=TOTAL FINANCIACIÓN</b>	<b>\$ (38.511)</b>	<b>\$ (52.625)</b>	<b>\$ (68.031)</b>	<b>\$ (83.276)</b>	<b>\$ (98.367)</b>
ΔEfectivo	\$ 229.659	\$ (23.675)	\$ (17.875)	\$ (14.130)	\$ (12.758)
+Efectivo Inicial	\$ 797.218	\$ 1.026.877	\$ 1.003.202	\$ 985.327	\$ 971.197
<b>=Efectivo Final</b>	<b>\$ 1.026.877</b>	<b>\$ 1.003.202</b>	<b>\$ 985.327</b>	<b>\$ 971.197</b>	<b>\$ 958.438</b>

## 6.6. FLUJO DE CAJA LIBRE:

A continuación se presenta el flujo de caja libre histórico y proyectado de acuerdo a las suposiciones generales establecidas en el punto 6.1.

### 6.6.1. Histórico:

<b>AVIANCATACA HOLDINGS S.A. Y COMPAÑÍAS SUBORDINADAS</b>				
<b>FLUJO DE CAJA LIBRE A 31 DE DICIEMBRE 2007 - 2008 - 2009 - 2010</b>				
<b>Valores Expresados en Millones de Pesos Colombianos</b>				
<b>AÑO</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	
Utilidad Después de Impuestos antes D. Pref *	\$ 47.620	\$ 20.629	\$ 108.664	
+Eventos No Recurrentes				
+Dep. p	\$ 86.330	\$ 125.407	\$ 250.021	
+Intereses Netos de Impuestos	\$ 33.616	\$ 279.490	\$ 176.804	
=-Ingresos No Operacionales Netos de Impuestos	\$ 151.707	\$ 21.590	\$ (8.034)	
-Incremento Capital de Trabajo Operativo Neto	\$ (235.326)	\$ (64.623)	\$ 702.938	
-Incremento Inversiones	\$ (460.816)	\$ (159.392)	\$ (3.903.043)	
<b>FLUJO DE CAJA LIBRE</b>	<b>\$ (376.869)</b>	<b>\$ 223.101</b>	<b>\$ (2.672.650)</b>	
*No se Deduce el Interés Minoritario				
<b>FLUJO DE CAJA LIBRE DEL ACCIONISTA</b>	<b>\$ (152.464)</b>	<b>\$ 511.366</b>	<b>\$ (327.565)</b>	

### 6.6.2. Projectados:

<b>AVIANCATACA HOLDINGS S.A. Y COMPAÑÍAS SUBORDINADAS</b>					
<b>PROYECCIONES A 31 DE DICIEMBRE 2011 - 2012 - 2013 - 2014 - 2015</b>					
<b>Valores Expresados en Millones de Pesos Colombianos</b>					
<b>AÑO</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
Utilidad Después de Impuestos antes D. Pref *	\$ 153.372	\$ 198.272	\$ 242.704	\$ 286.685	\$ 330.186
+Eventos No Recurrentes					
+Dep. p	\$ 236.373	\$ 248.191	\$ 260.601	\$ 273.631	\$ 287.313
+Intereses Netos de Impuestos	\$ 182.389	\$ 185.125	\$ 187.902	\$ 190.721	\$ 193.581
=-Ingresos No Operacionales Netos de Impuestos	\$ (32.139)	\$ (35.752)	\$ (39.363)	\$ (42.975)	\$ (46.586)
-Incremento Capital de Trabajo Operativo Neto	\$ 326.787	\$ 232.764	\$ 232.634	\$ 232.662	\$ 232.657
-Incremento Inversiones	\$ (445.345)	\$ (646.379)	\$ (681.012)	\$ (718.196)	\$ (758.056)
<b>FLUJO DE CAJA LIBRE</b>	<b>\$ 421.437</b>	<b>\$ 182.221</b>	<b>\$ 203.466</b>	<b>\$ 222.528</b>	<b>\$ 239.095</b>
*No se Deduce el Interés Minoritario					
<b>FLUJO DE CAJA LIBRE DEL ACCIONISTA</b>	<b>\$ 239.047</b>	<b>\$ (2.904)</b>	<b>\$ 15.564</b>	<b>\$ 31.807</b>	<b>\$ 45.514</b>

## 6.7. PROYECCIÓN PRECIO DE LA ACCIÓN:

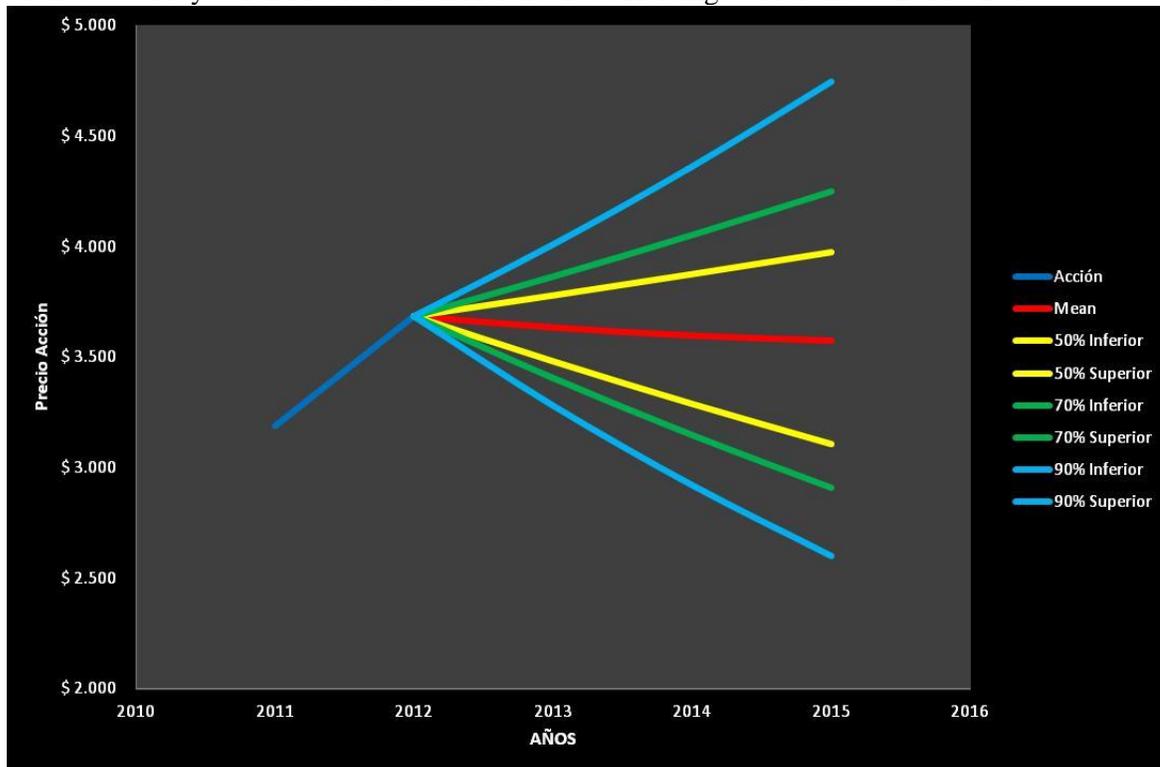
La proyección del precio de la acción de AviancaTaca Holdings S.A se realizó mediante una regresión lineal simple. El software utilizado para realizar este cálculo fue el software @RISK y la herramienta para hacer la regresión fue la Simulación de Montecarlo. Mediante este proceso, la



simulación nos arroja un escenario sobre la situación accionaria de la compañía durante los próximos años.

En este punto cabe aclarar que la acción de AviancaTaca es de tipo preferencial y salieron en emisión en el mercado colombiano el día 11 de mayo de 2011. Por lo tanto, la regresión no presenta un escenario muy claro para los cinco años proyectados.

Gráfico # 3. Proyección Precio Acción AviancaTaca Holdings S.A. Período 2011 a 2015.



FUENTE: Cálculos Propios.

## 7. VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA

La valoración de la compañía se realizó bajo tres modelos; sin embargo, en este apartado sólo se expondrá el modelo de valoración Kwacc.

Para el cálculo de este modelo, se hace uso del costo promedio ponderado del capital, WACC (por sus siglas en inglés). Así pues, la fórmula para calcularlo es la siguiente:

$$WACC = Wd \times Kd(1 - T) + We \times Ke$$

En este caso, se entiende que  $Wd$  es el porcentaje de la deuda de la compañía.  $Kd(1-T)$  es la tasa de deuda estimada descontada de impuestos. El valor  $We$  es la participación del patrimonio y  $Ke$  es el cálculo del retorno esperado de los accionistas.

El cálculo de la tasa de retorno esperada de los accionistas  $K_e$  se determinó mediante el modelo CAPM:

$$K_e = K_f + \beta_l(K_m - K_f)$$

La tasa libre de riesgo, en este caso  $K_f$ , se tomo basándose en los bonos del tesoro de los Estados Unidos a 10 años. La prima de riesgo, en este caso  $K_m - K_f$ , se obtuvo de las estimaciones realizadas por Damodaran, que para los períodos proyectados se presenta un valor del 8%, con respecto a la prima de riesgo de Colombia.

El cálculo del beta apalancado se obtiene mediante la siguiente fórmula:

$$\beta_l = \beta_u \left[ 1 + (1 - T) \left( \frac{W_d}{W_e} \right) \right]$$

De esta fórmula se entienden que los parámetros son los mismos descritos anteriormente. Para nuestro caso de estudio, los valores de dicho beta se obtuvieron de Damodaran. En este caso, para los años proyectados, el beta no apalancado para el sector del transporte aéreo en los Estados Unidos es de 0.85.

AVIANCATACA HOLDINGS S.A. Y COMPAÑÍAS SUBORDINADAS									
VALORACIÓN KWACC A 31 DE DICIEMBRE 2007 - 2008 - 2009 - 2010 Y PROYECCIONES 2011 - 2012 - 2013 - 2014 - 2015									
Valores Expresados en Millones de Pesos Colombianos									
AÑO	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Kf	4,02%	2,21%	3,84%	3,29%	3,29%	3,29%	3,29%	3,29%	3,29%
(Km-Kf)	6,82%	6,90%	7,50%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
$\beta_u$	1,01	0,72	0,67	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85
Wd	4,13%	13,12%	28,31%	49,16%	45,46%	42,86%	40,41%	38,11%	35,95%
We	95,87%	86,88%	71,69%	50,84%	54,54%	57,14%	59,59%	61,89%	64,05%
Ke Unlevered	10,91%	7,18%	8,87%	10,09%	10,09%	10,09%	10,09%	10,09%	10,09%
D	\$ 89.084	\$ 347.105	\$ 914.860	\$ 3.436.749	\$ 3.436.749	\$ 3.436.749	\$ 3.436.749	\$ 3.436.749	\$ 3.436.749
$\Delta D$		\$ 258.021	\$ 567.755	\$ 2.521.889	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
%d	1,83%	6,01%	15,33%	37,21%	35,56%	33,15%	30,91%	28,82%	26,86%
%e	98,17%	93,99%	84,67%	62,79%	64,44%	66,85%	69,09%	71,18%	73,14%
Ke	10,98%	7,19%	9,20%	11,92%	11,29%	11,11%	10,95%	10,82%	10,71%
Kwacc	10,90%	7,22%	9,94%	9,20%	9,16%	9,21%	9,26%	9,30%	9,34%
Valor Compañía	\$ 4.867.759	\$ 5.775.214	\$ 5.968.907	\$ 9.234.933	\$ 9.663.320	\$ 10.366.295	\$ 11.117.607	\$ 11.924.297	\$ 12.794.426

## 8. ANÁLISIS DE RIESGO

Para AviancaTaca Holding S.A se pueden determinar dos factores de riesgo importantes para el desempeño efectivo de la compañía. Por un lado, se tiene el precio de los combustibles. Es claro que AviancaTaca realizan ciertas coberturas para este tipo de amenazas mediante derivados financieros. Sin embargo, la fluctuación o más bien el incremento de los precios del petróleo juegan un papel muy importante dentro de los costos operativos, pues como lo demostraba la Asociación



---

Internacional de Transporte Aéreo (IATA), el costo de los combustibles corresponde a cerca del 30% de los costos de operación de las compañías de transporte aéreo.

Otro factor de riesgo que se vive en este tipo de industria es el terrorismo. Eventos como los vividos el 11 de septiembre de 2001 son variables que afectan fuertemente este tipo de industria, pues por un lado se mezcla el miedo al vuelo más las rigurosas esperas y normas de seguridad en los aeropuertos que hacen que los vuelos tarden más de lo debido, lo que lleva a elegir otro tipo de transportes. Esto afecta enormemente la demanda de pasajeros, impactando directamente sobre los ingresos de todas las compañías aéreas.