



**Centro de Posgrados Facultad de Ciencias Económicas y
Administración. Universidad de la República.**

Trabajo final del Posgrado de Especialización en Finanzas

***Análisis del Impacto de la Pandemia (COVID-19) en el
Capital de Trabajo y Liquidez en el Sector de Aerolíneas
Comerciales de Pasajeros***

Tutor: Magdalena Perutti

Estudiantes:

- **Barale, Vanina**
- **Gonzalez, Serrana**
- **Porta, Pedro**

Índice

1. Introducción	4
1.1 Justificación de la elección del tema.....	4
1.2 Problema.....	4
2. Objetivos	5
3. Diseño Metodológico	5
4. Organización de la estructura	6
5. Fundamentos teóricos	7
5.1 Razones para mantener caja.....	7
5.2 Administración de caja.....	7
5.3 Liquidez de un activo y de una empresa.....	8
5.4 Medición de la liquidez.....	9
5.4.1 Ratios de liquidez.....	9
5.4.2 Capital de trabajo.....	10
5.4.3 Ciclo de conversión de caja.....	10
5.4.4 Balance líquido neto.....	11
5.5 Comportamiento de la liquidez.....	11
5.6 Insolvencia.....	11
5.7 Ratios para complementar el diagnóstico financiero.....	12
5.7.1 Ratios de actividad.....	12
5.7.2 Ratios de solvencia, endeudamiento o apalancamiento.....	12
5.7.3 Ratios de rentabilidad.....	13
6. Muestra	13
7. Análisis de datos financieros y ratios	15
7.1 Ingresos.....	15
7.1.1 Análisis de ingresos consolidados.....	16
7.1.2 Análisis del comportamiento de los ingresos por regiones.....	17
7.2 Costos operativos.....	19
7.2.1 Análisis de costos consolidados.....	19
7.2.2 Análisis de los costos por regiones.....	20
7.3 Resultados operativos y ratios de rentabilidad.....	21
7.3.1 Margen operativo.....	22
7.3.2 Retorno sobre activos.....	23

7.3.3 Retorno sobre patrimonio.....	24
7.4 Análisis de flujo de efectivo y equivalente.....	25
7.4.1 Análisis de flujo de efectivo y equivalente consolidados.....	26
7.4.2 Análisis de flujo de efectivo y equivalente por región.....	28
7.5 Ratios de liquidez.....	31
7.5.1 Prueba ácida mayor y razón corriente.....	31
7.5.2 Capital de trabajo.....	33
7.6 Deudas financieras.....	35
7.6.1 Análisis deuda financiera consolidada.....	35
7.6.2 Análisis deuda financiera por región.....	36
7.7 Ratios de endeudamiento.....	37
7.7.1 Ratio de cobertura de deuda.....	37
7.7.2 Razón de endeudamiento.....	38
7.7.3 Razón pasivo/patrimonio.....	38
7.8 Ciclo de conversión de caja.....	39
8. Conclusiones.....	40

1. Introducción

1.1 Justificación de la elección del tema

Dadas las circunstancias actuales que estamos atravesando, encontramos interesante analizar los impactos económicos producidos por el COVID-19. Haciendo un análisis de los distintos sectores de la economía hallamos un área particularmente afectada por esta pandemia como lo han sido las aerolíneas comerciales de pasajeros. Considerando las fuertes medidas restrictivas y freno a la movilidad que se impuso a nivel mundial teniendo como consecuencia que estas empresas se vieran obligadas a suspender el tráfico aéreo, por momentos incluso completamente. Por lo que analizaremos cómo las empresas más significativas de este sector combatieron la falta de ingresos y pudieron hacer frente a sus responsabilidades financieras. El mismo pretende ser representativo de todo el sector para alcanzar conclusiones generales de las aerolíneas comerciales de pasajeros.

1.2 Problema

El COVID-19 se ha presentado como una peligrosa amenaza para las aerolíneas comerciales de pasajeros, sin embargo, no es la primera vez en la historia que se presentan desafíos.

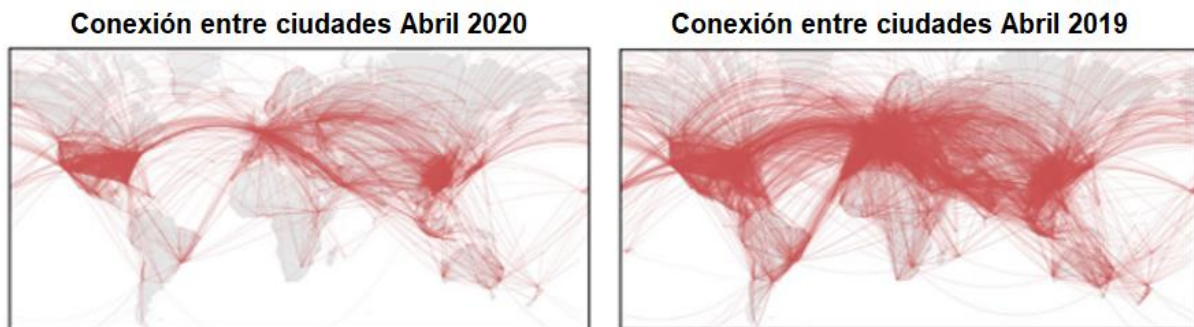
Particularmente este rubro ha sufrido otras crisis globales previas. Entre ellas, se puede mencionar los ataques terroristas del año 2001, de lo cual la recuperación tardó aproximadamente unos cinco años en que las empresas retornaran a los niveles de ingresos previos.

Otro momento fue la crisis financiera del 2008, en la cual el sector hizo frente a la mayor contracción de demanda hasta ese momento y no fue hasta el año 2016 en que los vuelos internos de Europa se recuperaron a su nivel previo. Asimismo, los valores de las principales marcas demoraron en el entorno de 8 años en recuperar sus valores previos.

Actualmente dada la limitación a la movilidad y el cierre de fronteras como consecuencia de la pandemia muchos de los viajes fueron cancelados y por lo tanto

los ingresos de las compañías aéreas se vieron drásticamente afectados, impactando directamente en su capital de trabajo y liquidez.

Como ejemplo el mapa a continuación muestra la caída abrupta de conectividad entre ciudades en abril 2020 y abril 2019:



Fuente: IATA Economics

Fuente: IATA Economics

Si bien es una industria que ha sufrido desafíos globales previos, ha podido adaptarse a distintos escenarios. Se espera que la crisis actual tome de mediano a largo plazo en recuperarse y que incluso podría traer cambios en la estructura de mercado.

2. Objetivos

- Conocer la situación actual del sector de las aerolíneas comerciales de pasajeros
- Analizar la situación financiera en períodos anteriores al COVID-19
- Analizar la situación financiera durante la pandemia
- Identificar las principales consecuencias
- Identificar el impacto sufrido en el capital del trabajo y liquidez
- Analizar el contexto macroeconómico
- Identificar las medidas tomadas por parte de las compañías para sobrellevar la situación, así como los subsidios obtenidos.

3. Diseño Metodológico

El diseño de investigación proporciona un marco de referencia para la recopilación y el análisis de datos. En particular, nuestra investigación será cuantitativa ya que

nuestro objetivo es conocer fenómenos asociados al impacto de la pandemia ocasionada por COVID-19 a través de la recolección y generación de números y estadísticas, lo que nos permitirá obtener datos medibles para descubrir patrones en la investigación.

Por otra parte, la investigación será longitudinal dado que examinaremos información de varios casos de estudio en más de un punto en el tiempo.

Para determinar los casos de estudio utilizaremos un muestreo, es decir, tomaremos un pequeño subgrupo que representará a toda la población. El muestreo se realizará utilizando procedimientos no probabilísticos e intencional. El principal objetivo es producir una muestra que pueda ser considerada representativa de la población identificando características de la muestra que contribuyan a la representatividad. Para realizar la selección consideraremos las siguientes: porte, ingresos, valor, cantidad de pasajeros por año, número de flota, alcance de países, entre otros que pudieran surgir al momento de llevar a cabo el muestreo y consideremos relevante.

Luego de determinada la muestra realizaremos una recopilación documental, es decir, una selección y revisión de documentos que no han sido producidos para el propósito de la investigación y consideremos relevantes para la misma. Entre ellos se encuentran principalmente los estados financieros de las empresas seleccionadas, así como información periodística, documentos oficiales de gobierno y de entidades privadas, datos estadísticos, entre otros.

4. Organización de la estructura

En primer lugar, realizaremos un análisis del impacto del COVID-19 en el sector de las aerolíneas mediante información periodística y datos estadísticos. En base a esta información, realizaremos una muestra representativa de compañías aéreas.

Con la muestra determinada, obtendremos los estados financieros de los últimos seis ejercicios cerrados. El objetivo es contrastar los principales ratios y evidenciar el impacto generado por la pandemia. Asimismo, se analizará la respuesta del sector y las ayudas obtenidas por parte de Estados u organismos.

Entre los aspectos que se analizarán a partir de los estados financieros, podemos identificar los siguientes: relación de costos fijos y costos variables, capital de trabajo,

ratio de apalancamiento, necesidad de capital de trabajo y otros ratios financieros que podamos considerar relevantes.

5. Fundamentos teóricos

5.1 Razones para mantener caja

Previo a entender la definición de liquidez en una empresa, es necesario comprender los motivos por los cuales las empresas mantienen efectivo. La decisión de mantener determinado nivel de activos líquidos debe tener como objetivo básico maximizar su valor, es decir, su rendimiento debe superar la tasa de rendimiento requerida. Sin embargo, las empresas deciden mantener dinero en caja aun sabiendo que puede no generar ningún rendimiento.

Lo anterior se debe fundamentalmente a tres motivos: transaccionales, de precaución y especulativos.

El primero de ellos, refiere a que la empresa pueda cumplir con todas sus **transacciones**, considerando los ingresos y egresos de fondo que puedan no estar sincronizados.

El segundo motivo se asocia con la **precaución**, es decir, poder cubrir contingencias inesperadas de la empresa.

Por último, el tercer motivo está relacionado con mantener efectivo que le permita obtener ventajas de la variación de precios y tiene un componente de **especulación**.

5.2 Administración de caja

Como se mencionaba, la administración de caja tiene el objetivo de mantener la liquidez lo más baja posible, de modo que permita un desarrollo adecuado de las actividades, y además que se puedan invertir los mayores saldos disponibles.

Para tener una adecuada administración de caja se deberán considerar los siguientes aspectos:

- Presupuesto de flujo de caja: se resumen las proyecciones de ingresos y egresos de caja que tendrá la empresa.
- Determinación de las reservas de caja: la empresa deberá establecer un saldo de caja promedio apropiado. Es necesario un equilibrio entre el beneficio de mantener el efectivo y el costo de mantener los ingresos por los rendimientos que la empresa podría haber generado si hubiera invertido dichos saldos. En otras palabras, determinar la reserva adecuada de caja involucra la relación entre, los costos de oportunidad de mantener demasiada liquidez y el costo de mantener poca liquidez.
- Administración de los ingresos y egresos de caja: establecer procedimientos acordes que sincronicen o prevean los ingresos y egresos que se generarán en cada momento.
- Inversión de los saldos ociosos de caja: una vez determinado el saldo de caja óptimo, deberá analizarse en dónde invertir los saldos excedentes.

5.3 Liquidez de un activo y de una empresa

La liquidez de un activo es una cualidad que se refleja en la forma en que se concreta la velocidad, la facilidad y la certidumbre con que este puede transformarse en efectivo a un precio tal que el rendimiento del activo sea tan alto como el esperado en un periodo corto.

Dado que es una cualidad, es complejo cuantificar en magnitudes, es decir comparar grados de liquidez. Sin embargo, hay tres atributos importantes que podrían indicar un mayor o menor grado de liquidez. Estos son, comerciabilidad, riesgo de incumplimiento y plazo de vencimiento.

En una empresa, su liquidez implica la habilidad y la capacidad de cumplir con las obligaciones financieras de corto plazo, en las condiciones originalmente establecidas.

5.4 Medición de la liquidez

Existen varias formas de medir la liquidez. Dado que a efectos de nuestra investigación la información relativa a las empresas que podemos acceder es acotada, detallamos algunas formas de medición de las cuales podríamos obtener información pública.

Medidas tradicionales:

Ratios, son números expresados en función de otros. Indica cuántas veces un número contiene a otro.

Son útiles para obtener un rápido diagnóstico de la gestión de una empresa. Cuando se comparan a través de una serie histórica permite analizar la evolución de la misma en el tiempo, permitiendo el análisis de tendencias o como una de las herramienta de proyección económica - financiera.

5.4.1 Ratios de liquidez

Estos ratios miden la habilidad de pago que puede tener una firma para atender sus obligaciones de corto plazo. Es decir, el dinero en efectivo que dispone para cancelar las deudas.

Razón corriente: $\text{activos corrientes} / \text{pasivos corrientes}$. Muestra qué proporción de deudas de corto plazo son cubiertas por el activo mantenido en caja o fácilmente convertible en efectivo.

Prueba ácida: proporciona una medida más exigente de la capacidad de pago de una empresa en el corto plazo, concentrándose en los activos más líquidos:

Prueba ácida menor: $\text{activos corrientes} - \text{inventarios} - \text{gastos pagados por adelantado} / \text{pasivos corrientes}$.

Prueba ácida mayor: $\text{disponibilidades} / \text{pasivo corriente}$, es decir caja y bancos, más inversiones temporarias dividido pasivo corriente.

5.4.2 Capital de trabajo

Es la diferencia entre los activos corrientes y los pasivos corrientes. Es el dinero necesario para pagar las obligaciones del día a día de la empresa. Se compone de la suma de capital de trabajo operativo y el fondo circulante financiero, el primero está vinculado con las condiciones operativas mientras que el fondo circulante financiero se corresponde a la gestión financiera.

Se mide la evolución del **capital de trabajo** a través del tiempo, modelando los flujos esperados del negocio, cuanto mayor sea el capital de trabajo menor serán sus problemas de liquidez.

Otra comparación que resulta útil es la relación entre el capital de trabajo neto y las ventas. La evidencia empírica ha puesto de manifiesto que un mayor valor está asociado a una mayor liquidez y que menores valores del porcentaje se corresponden con menores niveles de liquidez.

5.4.3 Ciclo de conversión de caja

El ciclo de conversión de caja (CCC) mide los días que la caja está asociada a la producción, distribución, cobranzas menos los créditos de los proveedores. Es decir, el tiempo de rotación del capital de trabajo, a través del Ciclo de conversión de caja (CCC), este mide los días que demora una unidad monetaria invertida en la empresa en ser recuperada, cuanto menor sea el CCC, mejor será la situación de liquidez en la empresa.

El ciclo de conversión de caja global se desglosa de la siguiente manera:

$$CCC = CCc + CCI - CCp$$

CCc el ciclo de conversión de cuentas por cobrar (365/Rotación de cuentas a cobrar) cuantifica los días que demora una unidad monetaria en ser recuperada.

CCI el de inventarios se calcular como (365/Rotación de inventarios) cuantifica los días que demora una unidad monetaria invertida en inventario en convertirse en ser vendida.

CCp el de cuentas por pagar (365/Rotación de cuentas por pagar) cuantifica los días que la empresa demora en pagar los créditos que los proveedores le han otorgado.

5.4.4 Balance líquido neto

Otra forma de aproximar la liquidez es calcular el balance líquido neto que se obtiene de sumar la caja y papeles negociables y descontarle las cuentas por pagar. Si al realizar este cálculo da una cifra negativa, ello significa que la empresa está en situación de mayor liquidez relativa.

5.5 Comportamiento de la liquidez

Liquidez normal

La liquidez normal se nutre de las fuentes de fondo, que suelen ser los flujos de caja de la empresa, los saldos de caja y las inversiones de corto plazo, así como los créditos habituales de corto plazo, en circunstancias operativas normales de la empresa.

Es importante considerar en este punto que la determinación del nivel óptimo de caja es clave para no mantener excedentes de efectivo en caja.

Liquidez problemática

La liquidez es problemática cuando la empresa debe acudir a estrategias financieras no previstas para poder cancelar sus compromisos de pago: venta de activos, renegociación de plazos, descuento de cheques u obtención de financiamiento.

5.6 Insolvencia

Insolvencia técnica

Se considera insolvencia técnica cuando hay insuficiencia de los flujos de fondo de la empresa para atender los pagos de interés, así como los del principal de las deudas en las fechas que estaban estipuladas.

Insolvencia en términos de bancarrota

En este caso es una situación más compleja de dificultades financieras, y se observa en los estados financieros porque el valor de los pasivos es superior al de los activos y por lo tanto el patrimonio es negativo.

5.7 Ratios para complementar el diagnóstico financiero

5.7.1 Ratios de actividad

Buscan medir la eficiencia en el uso de recursos de la empresa. Evidencian cómo se manejó la empresa en lo referente a cobranzas, ventas al contado, inventarios y ventas totales. Son un complemento de los ratios de liquidez, ya que permiten medir aproximadamente el período de tiempo que la cuenta por cobrar e inventario necesitan para convertirse en dinero.

Rotación de cuentas a cobrar: se calcula como ventas dividido cuentas a cobrar promedio. El objetivo del ratio es medir el plazo promedio de créditos otorgados a los clientes y evaluar la política de crédito y cobranza.

Rotación de inventarios: es el costo de lo vendido dividido el inventario promedio. Nos indica la rapidez con que cambia el inventario en cuentas por cobrar por medio de las ventas. Mientras más alta sea la rotación de inventarios, más eficiente será el manejo del mismo.

Rotación de cuentas a pagar: es el costo de lo vendido más gastos dividido cuentas a pagar promedio.

Rotación de activos: se calcula como ventas dividido activos totales promedio. Esta relación indica qué tan productivos son los activos para generar ventas, es decir, cuánto se genera de ventas por cada peso invertido.

5.7.2 Ratios de solvencia, endeudamiento o apalancamiento

Muestran la cantidad de recursos que son obtenidos de terceros para el negocio, da una idea de la autonomía financiera de la misma.

Razón de endeudamiento: representa el porcentaje de fondos de participación de los acreedores, ya sea en el corto o largo plazo, en los activos. El objetivo es medir el nivel global de endeudamiento o proporción de fondos aportados por los acreedores.

Deudas totales dividido patrimonio: muestra el grado de endeudamiento con relación al patrimonio.

Cobertura de deuda: permite conocer la facilidad que tiene la empresa para atender sus obligaciones derivadas de su deuda.

5.7.3 Ratios de rentabilidad

Permiten evaluar la capacidad de generar utilidades por parte de la empresa. Expresan el rendimiento de la empresa en relación con sus ventas, activos o capital.

Margen Neto dividido ventas: calculado como ganancia neta dividido ventas netas. Indica la utilidad por cada unidad monetaria de ventas, después de que la empresa haya cubierto el costo de los bienes que produce y/o vende.

Margen operativo bruto: beneficio operativo bruto dividido ventas netas.

Rendimiento dividido activos (ROA): se calcula como ganancia neta sobre activo total promedio. Es una medida de la rentabilidad del negocio como proyecto independiente de los accionistas.

Rendimiento dividido patrimonio neto (ROE): son las ganancias netas dividido patrimonio neto promedio. Mide la capacidad de la empresa para generar utilidad a favor del propietario.

6. Muestra

Para determinar la muestra buscamos información clave de las diferentes aerolíneas comerciales de pasajeros que nos permita identificar las principales compañías representantes del sector para luego realizar un análisis extrapolable.

Para realizar la selección tomamos en consideración los siguientes aspectos:

1. **Número de flota**, cantidad de aeronaves que son propiedad de las aerolíneas entendiendo que este punto refleja las compañías que mayor inversión realiza en activos fijos.
2. **Capacidad de pasajeros**, cantidad de pasajeros totales que pueden ser transportados por las compañías por año. Este aspecto se vincula con la capacidad de generar ingresos.

3. **Destinos en los que operan**, refleja la cantidad de países en los que la aerolínea tiene conexión, fue seleccionado como un aspecto de interés ya que mantiene una relación estrecha en los ingresos por vuelos internacionales.
4. **Valor de la empresa para los años 2019 (pre pandemia) y 2020**, los valores de las compañías como reflejo de su situación financiera y solvencia.

Con los datos recabados realizamos una selección de las primeras 10 empresas de cada categoría, determinando de esta forma la muestra de 13 aerolíneas (Anexo 1).

Las mismas tienen origen en diversas partes del mundo (Anexo 2) lo que nos permite realizar un análisis global además de las particularidades que pueden existir en las diferentes regiones Norteamérica, Europa, Medio Oriente y Lejano Oriente. A continuación, se detallan las aerolíneas por región:

Norteamérica:

- American Airlines
- Southwest Airlines
- United Airlines
- Delta Airlines
- Air Canada

Europa:

- Lufthansa
- British Airways
- Ryan Air

Medio Oriente:

- Turkish Airlines
- Emirates

Lejano Oriente:

- Air China
- China Southern
- China Eastern

En el anexo 3 se puede encontrar un resumen de la información financiera considerada relevante de cada una de las empresas mencionadas anteriormente.

Todas las compañías seleccionadas son aerolíneas tradicionales (legacy) a excepción de Ryan Air y Southwest Airlines que son compañías de bajo costo (low cost).

Se destaca que, a los efectos de este trabajo y para su análisis, de las empresas seleccionadas realizamos una consolidación de los estados financieros, lo cual denominaremos “Consolidado” en adelante. Asimismo, se realizó una consolidación de los estados financieros por región “Consolidado Norteamérica”, “Consolidado Europa”, “Consolidado Medio Oriente” y “Consolidado Lejano Oriente”.

Todas las empresas finalizan sus ejercicios el 31 de diciembre de cada año, excepto RyanAir y Emirates las cuales cierran el 31 de marzo de cada año. Dado que la normativa contable permite la consolidación de estados con no más de tres meses de distancia entre los cierres, consideraremos todas las empresas para nuestro análisis. En caso de ser necesaria alguna aclaración por este motivo, se realizará en el capítulo correspondiente.

7. Análisis de datos financieros y ratios

En el presente capítulo se realizará una exposición de los principales rubros de interés que surgen de los estados financieros publicados por las empresas, así como también documentos periodísticos y comentarios que surgen de la entrevista realizada a Eliseo Llamazares (*Socio de KPMG - Líder de Aviación*).

En cada uno de los capítulos se brindará una introducción breve del rubro para este tipo de compañías facilitando el mejor entendimiento del análisis consolidado y por región que se expondrá.

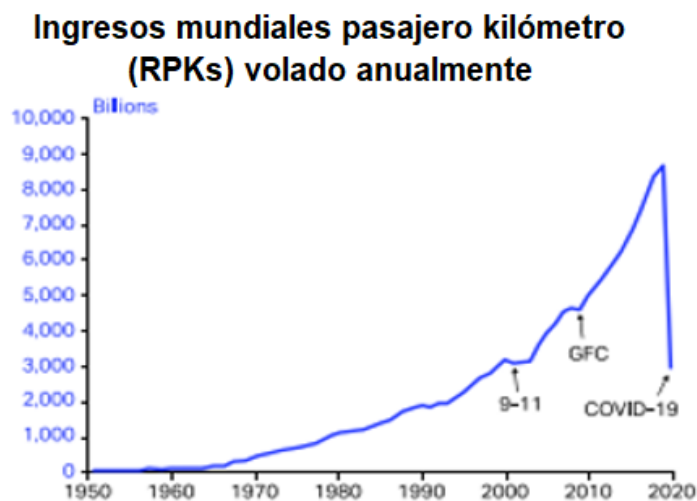
7.1 Ingresos

A partir del análisis de los estados financieros podemos destacar que la principal fuente de ingresos de las aerolíneas son los ingresos por pasajeros, mientras que los ingresos por cargo suelen ser residuales. En línea general, el promedio de los últimos ejercicios solía ser 85% ingresos por pasajeros, 5% ingresos por cargo y 10% otros ingresos operativos. En el anexo 4 se puede observar un desglose de estos para cada una de las empresas en los últimos cinco años.

Adicionalmente, se puede mencionar que algunas de las clasificaciones que resultan de interés para el análisis de los ingresos son las siguientes, vuelos internacionales y vuelos domésticos; vuelos corporativos, vuelos UFR (visitas a familiares y amigos) y vuelos por placer.

7.1.1 Análisis de ingresos consolidados

En 2020, la pandemia por COVID-19 produjo el mayor impacto en la industria de la aviación en la historia, con una caída del 66% en los ingresos de pasajeros por kilómetro (RPKs). En el gráfico a continuación se puede observar lo profundo de la crisis en comparación con otros hechos adversos como los ataques terroristas del 11 de septiembre y la crisis financiera de 2007-08 que han golpeado fuertemente a esta industria.



Fuente: IATA Economics

En la entrevista mantenida con Eliseo nos comentó que a diferencia de las crisis mencionadas anteriormente, ésta se destacó de las anteriores en que el período de extensión fue mucho más largo y si bien varió según la región, se observó en líneas generales una paralización completa en el entorno de seis meses derivado principalmente de la incertidumbre sanitaria.

En las empresas analizadas, arribamos a las mismas conclusiones. En una vista consolidada los ingresos provenientes de pasajero cayeron un 63% en relación con el año anterior.

Se destaca que los vuelos internacionales fueron los más afectados dado que en la mayor parte del mundo no se logró controlar de manera efectiva la pandemia y las políticas de restricción para las rutas internacionales fueron muy estrictas.

Asimismo, se puede mencionar que las empresas buscaron reestructurarse para sobrellevar la situación y por esta razón los ingresos por cargo aumentaron, sumado al incremento de la demanda mundial para artículos de primera necesidad y suministros médicos.

En 2020 los ingresos por cargo se vieron incrementados en un 27% en comparación con 2019. Pero en todos los casos los mismos no arrojaron valores sustanciales para considerarse sustitutos del transporte de pasajeros ya que solo representaron un 15% del total de los ingresos de la industria mientras que en 2019 tan solo eran un 5%. Pudiéndose destacar que Asia es la región más beneficiada del tráfico de cargo ya que es casa de las mayores manufacturas y centros de producción en el mundo.

En relación a este punto, consultamos a Eliseo por los ingresos de cargo y si estos representaron un sustituto de los ingresos de pasajeros. Él nos mencionó que en situaciones normales los ingresos de cargo representan entre un 5% y 8% y si bien en el año 2020 supuso un 50% de aumento, siendo un impacto significativo que incluso llevó a que muchas compañías transformaran aviones de pasajeros para carga, no fue suficiente en ninguna empresa para compensar la caída de los ingresos de pasajeros.

Eliseo también nos destacó que los programas de fidelización se desempeñaron muy bien por los acuerdos de cobranzas con las tarjetas de crédito. Considerando el incremento del consumo a través de las mismas, generó que los ingresos por tarjetas de crédito aumentará del 60% al 85% durante la pandemia. Adicionalmente estos contratos sirvieron como colaterales de deuda.

7.1.2 Análisis del comportamiento de los ingresos por regiones

Lejano Oriente, los ingresos por transporte de pasajeros disminuyeron un 43%, lo cual es menor que el consolidado.

Se destaca que China adoptó fuertes medidas de prevención y control de la pandemia logrando un rápido y buen control de los brotes domésticos. Por este motivo la

economía China como la demanda nacional de vuelos se recuperó de forma rápida. Dado que los vuelos domésticos representan un 75% de su operativa, se explica por qué no se vieron tan comprometidos los ingresos en comparación con el consolidado. Sobre esto Eliseo también nos comentó que si bien se viene recuperando el número de pasajeros que volaba previo a la pandemia aún no se ha logrado recuperar los valores de las tarifas.

Norteamérica, se observa que Estados Unidos tiene un fuerte mercado doméstico de aproximadamente un 75% de sus ingresos, estos se vieron afectados con una caída de 65% en comparación con el año anterior. Se destaca que en esta crisis disminuyeron tanto los vuelos personales como de negocio. En recesiones pasadas, la demanda de viajes de placer se mantuvo razonable, pero actualmente la demanda de viajes de forma general se redujo drásticamente.

En Canadá se puede observar que los vuelos domésticos no tienen el mismo peso, los internacionales proveen el 70% de los ingresos y debido a las restricciones de movilidad los ingresos disminuyeron un 75%, caída mayor que Estados Unidos.

Considerando que Estados Unidos y China tienen los mayores mercados domésticos y en base a lo analizado, se puede ver a continuación en el gráfico, como los ingresos por pasajeros por vuelos locales tuvieron una recuperación más rápida:



Fuente: IATA Economics

Europa, debido a que cada país adoptó sus propias medidas contra la pandemia, esto afectó negativamente a las aerolíneas regionales y el tráfico hacia y desde la región. Es por esto que los ingresos por pasajeros cayeron en promedio un 75%.

Según lo mencionado por Eliseo el mercado europeo de aerolíneas lowcost revolucionaron el transporte aéreo y se han visto muy perjudicadas principalmente por las restricciones entre países que han tenido políticas muy desiguales, así como la existencia de restricciones para dar subsidios por parte del estado. También se puede destacar que los períodos de verano que suelen ser de mayores ventas coincidieron con períodos altos de contagio lo que desalentó a la recuperación de las aerolíneas.

Medio Oriente, se puede destacar la situación de Emirates, a la cual el brote de COVID-19 obligo a suspender temporalmente varias de sus rutas y como resultado los ingresos correspondientes a pasajeros cayó un 85%. Sumado a que el aeropuerto de Dubái permaneció 8 semanas cerrado operando solo por vuelos de repatriación al comienzo de la pandemia. En el segundo trimestre del año 2020 se vio una apertura gradual de las fronteras y se empezó a operar en los destinos, aunque con capacidad limitada. Las noticias positivas del desarrollo de vacunas y los testeos rápidos estimularon las reservas. Sin embargo, el descubrimiento de nuevas cepas del virus redujo la demanda de viajes nuevamente.

7.2 Costos operativos

Los costos en las aerolíneas representan en promedio un 90% de los ingresos. Dentro de los mismos se puede desatacar que un alto porcentaje son fijos derivado principalmente de los salarios, alrededor de un 30%, entre otros como depreciaciones y amortizaciones, contratos de arrendamiento, marketing y acuerdos de venta. Asimismo, en lo que respecta a los costos variables, el principal son las erogaciones en combustible, representando aproximadamente un 25% en promedio de los costos totales, se destacan, además, gastos asociados a vuelos como catering, comisiones de aterrizaje y mantenimiento.

7.2.1 Análisis de costos consolidados

Del análisis de los costos a nivel consolidado se desprende que los mismos bajaron un 37% en el global de las empresas analizadas. Derivado de un efecto directo en la baja de actividad sumado a un intento de las empresas por sobrevivir a la pandemia.

Entre los ahorros asociados directamente a la menor actividad, se puede mencionar como principal el combustible, rubro en el cual además se produjo una baja en los precios internacionales de un 25% en promedio. Asimismo, se pueden mencionar las reducciones en comisiones de ventas, comisiones de despegue y aterrizaje, catering y servicios de abordaje y mantenimiento asociado a las horas de vuelo.

En estos rubros la disminución fue en el entorno de un 66% muy en línea con la caída de los ingresos consolidados.

Por otra parte, para reducir el impacto en uno de los mayores costos fijos que son los sueldos las empresas tomaron diferentes medidas, entre las cuales se destacan: la suspensión de proyectos no esenciales, reducción de horarios y agenda de vuelos, retiros voluntarios y tiempo fuera para empleados no pago, suspensión de contrataciones y reducción de los salarios de ejecutivos y directores.

Si bien cada compañía llevó a cabo distintas estrategias para reducir principalmente sus costos fijos, podemos mencionar también que algunas regiones contaron con subsidios por parte del gobierno.

En la entrevista con Eliseo, nos destacó que aproximadamente un 80% de los costos en este tipo de compañías son fijos (aeronaves, sueldos, entre otros) por lo que una reducción en la operativa, no se reflejó de manera directa en los costos.

A partir de la crisis, varias compañías lograron cambiar algunos de sus costos fijos mediante la modificación de contratos de arrendamientos con el formato PAY PER HOUR (PPH) generando de esta forma pasar a costo variable en lugar de un valor fijo.

En cuanto a personal nos mencionó que no fue solo reducción de sueldos, sino que también se observó un gran compromiso por parte de los empleados quienes tomaron vacaciones no pagas y retiros incentivados.

7.2.2 Análisis de los costos por regiones

Lejano Oriente, en lo que respecta a esta región se mantienen las conclusiones arribadas en la sección anterior del consolidado, es decir, los costos variables cayeron en línea con la baja operativa y los fijos se intentaron reducir principalmente con estrategias de ahorros en sueldos y gastos no esenciales.

Norteamérica, en esta región al igual que las demás los costos variables se redujeron en proporción con la reducción de los vuelos. Se destaca que en Estados Unidos se implementó el programa CARES Act. (Coronavirus Aid Relief an Economic Security Act), el cual brindó soporte a las empresas relativo a sueldos por parte del Departamento del Tesoro, ya que el Estado tenía como principal preocupación mantener el empleo. Esto mismo fue destacado por Eliseo en la entrevista donde nos mencionó, que en el caso de las compañías estadounidenses se observó un impacto relativo de la pandemia principalmente asociado al hecho de que las autoridades establecieron pocos períodos de confinamiento, así como fuertes medidas para preservar el empleo a través del programa CARES Act.

Europa, esta región se mantuvo en línea con el comportamiento del consolidado, pudiéndose destacar que, si bien existen restricciones para otorgar subsidios por parte del estado, se observaron algunas estrategias para brindar soporte a estas compañías, pudiéndose mencionar la firma de waivers para permitir subvenciones, así como participaciones de gobiernos en el capital accionario.

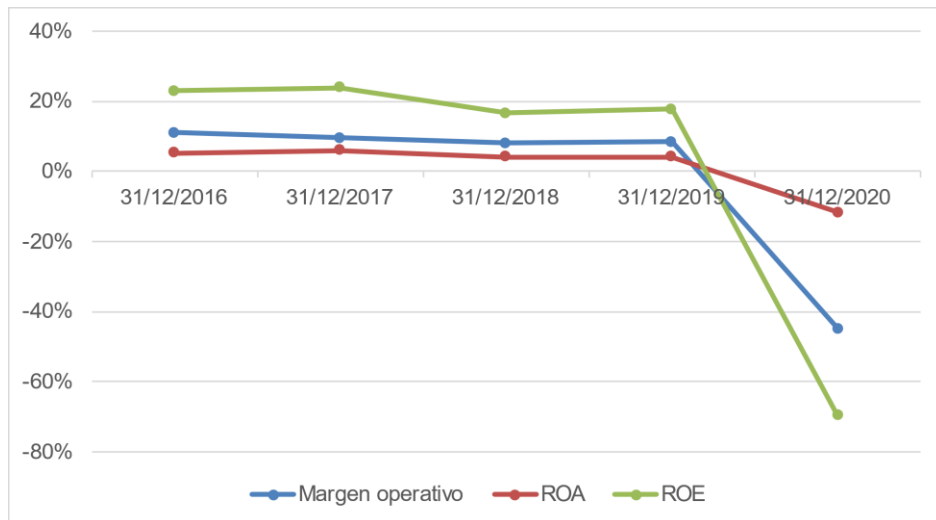
Medio Oriente, se mantuvo el comportamiento descrito en el consolidado y se destaca el papel importante que tuvieron las negociaciones con los sindicatos, así como reducciones en inversiones no relacionadas con aeronáuticas.

7.3 Resultados operativos y ratios de rentabilidad

Considerando lo analizado anteriormente sobre ingresos y costo operativos, y teniendo en cuenta que las empresas históricamente a nivel consolidado mantenían un margen operativo relativamente estable en el entorno del 9%, se desprende que el resultado operativo es negativo en todas las empresas analizadas.

Adicionalmente, lo mismo se puede concluir sobre el resultado neto ya que el resto de las partidas de resultados no lo modifican significativamente.

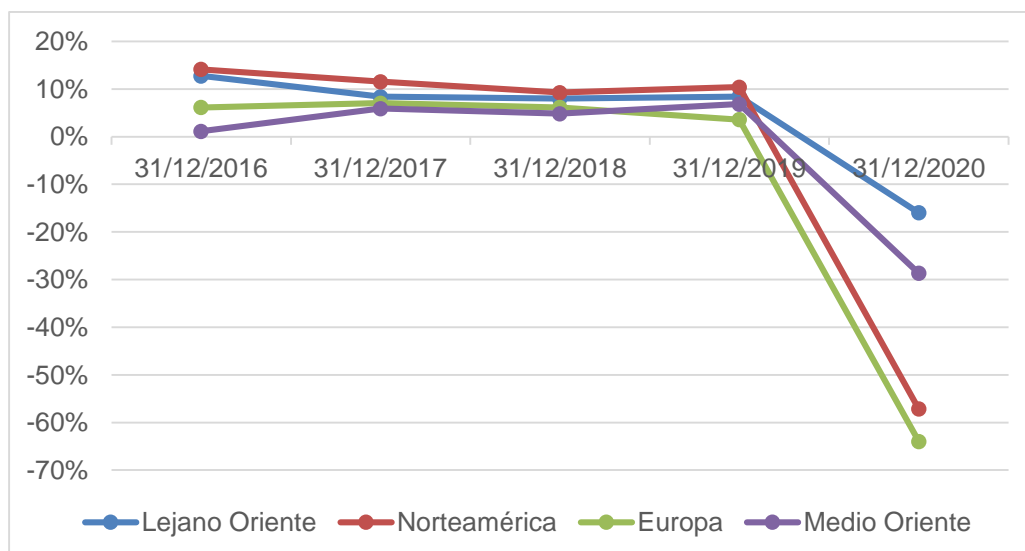
En el gráfico a continuación se muestra una evolución para los últimos 5 años del **Margen operativo, ROA y ROE** a nivel consolidado.



7.3.1 Margen operativo

El margen operativo es calculado como el resultado operativo dividido las ventas. Tal como se explicó en los capítulos 7.1 y 7.2 la pandemia generó una caída muy significativa de los ingresos operativos (disminución del 66% en 2020) que no fue compensada en la misma proporción por una disminución de los costos (37% en 2020), principalmente porque una porción importante de estos corresponde a costos fijos. Lo anterior explica la caída abrupta 53% del ratio, en el último año. También se puede observar que en años anteriores el ratio se mantenía estable en un entorno del 9% a nivel consolidado.

Se presenta a continuación la siguiente gráfica con la evolución del margen operativo por región en los últimos 5 años:



Si analizamos el margen operativo por regiones, la disminución en todos los casos se comportó en línea con la disminución de las ventas. Como se puede observar en el anexo 3, en los consolidados por región, la disminución de las ventas fue de -42% para Lejano Oriente, -60% para Medio Oriente, -64% para Norteamérica y -66% para Europa.

De esto se desprende que **Lejano Oriente** fue la región menos afectada con un margen negativo de -16%, teniendo en cuenta que la pandemia comenzó a finales de 2019 y tuvo una pronta recuperación al poder controlar los brotes internos lo que le permitió recuperar los vuelos domésticos.

Por otra parte, en el caso de **Medio Oriente** cuyo margen operativo cayó a -29%, entendemos que jugó un rol importante el incremento considerable de los ingresos por cargo (aumento 56%) lo cual compensó en parte la caída de los ingresos por pasajeros.

En lo que respecta a **Europa** y **Norteamérica** fueron las regiones más afectadas (-64% y -57% respectivamente) dado que las ventas se vieron drásticamente disminuidas por encima de un 60%.

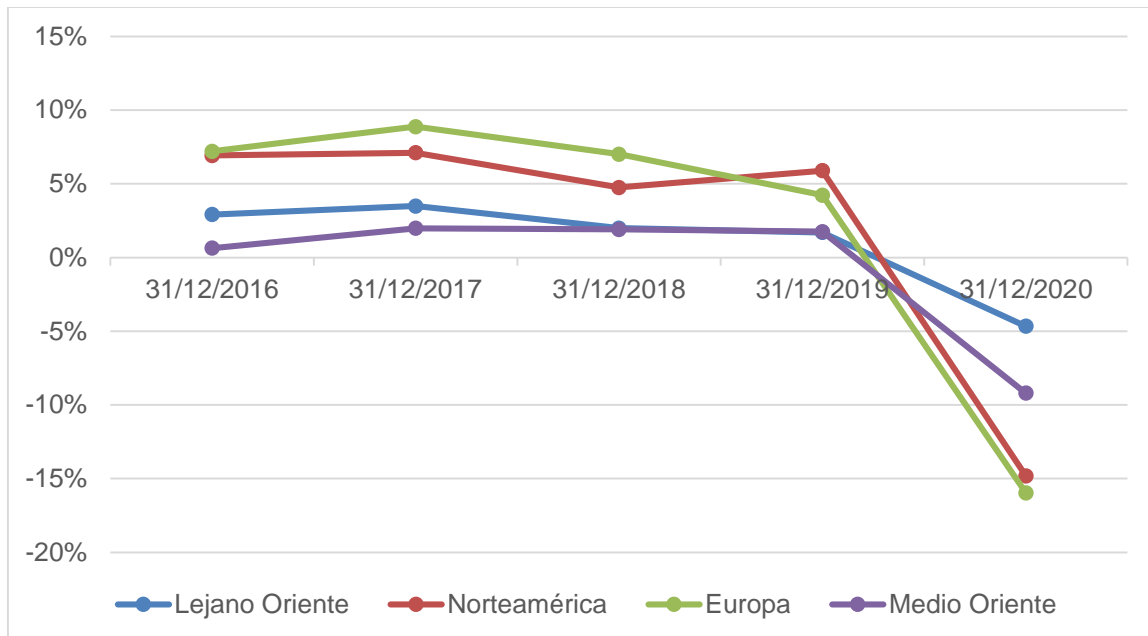
7.3.2 Retorno sobre activos

El retorno sobre activos (en adelante ROA) es calculado como el resultado dividido activos totales promedios.

En base a esto se puede mencionar que, por un lado, el activo a nivel consolidado de las aerolíneas se incrementó principalmente por el aumento de efectivo y equivalente, así como inversiones de corto plazo en un 88% en promedio con respecto al año anterior, como se explicará con mayor profundidad en el capítulo 7.4. Por otra parte, los resultados netos operativos fueron negativos principalmente por la disminución de las ventas ocasionando una caída en el resultado neto de -413%.

Considerando lo anterior se puede observar un deterioro en el ROA consolidado del 16%. Mientras que en el promedio de los últimos años el ROA se encontraba en el entorno de 5%, en 2020 alcanzó a -12%.

Se presenta a continuación la siguiente gráfica con la evolución del ROA por región en los últimos 5 años:



Si analizamos el ROA por regiones, la disminución en todos los casos se comportó en línea con la disminución de las ventas, lo cual afectó el resultado operativo. Tal como se puede observar en el gráfico anterior, el factor que determina el nivel de caída son los ingresos operativos y su variación define directamente en la medida en que cae el ROA.

Al igual que lo concluido para el margen operativo, Lejano Oriente fue la región menos afectada con un ROA de -5%, seguido por Medio Oriente cuyo ROA cayó a -9%, luego Norteamérica con una caída -15% y por último Europa con -16%.

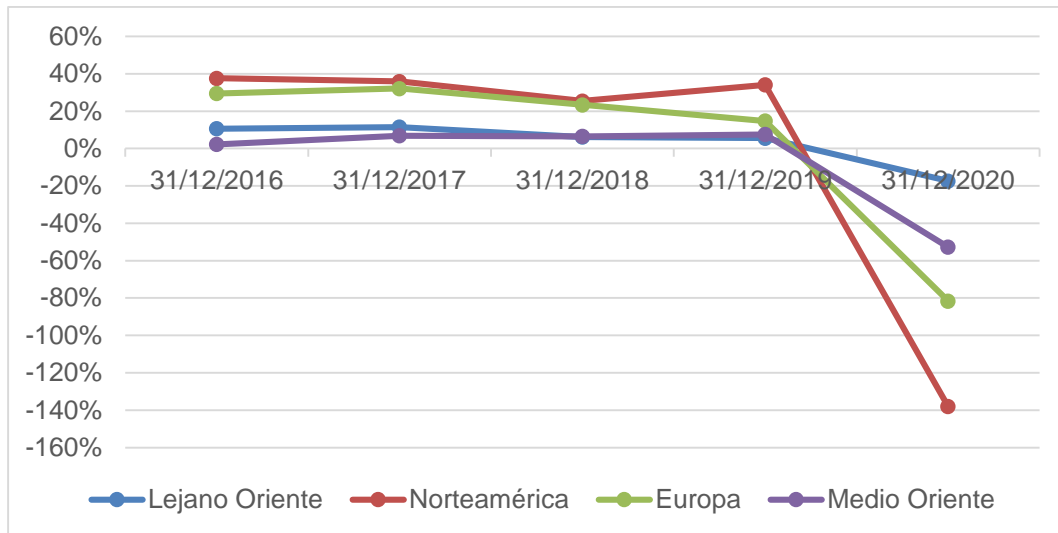
7.3.3 Retorno sobre patrimonio

El retorno sobre patrimonio (en adelante ROE) es calculado como el resultado neto dividido patrimonio promedio.

El impacto en el ROE es mayor respecto a los ratios anteriores debido a que los resultados negativos afectan el patrimonio de las empresas generando una disminución del patrimonio promedio, el cual cae un 20% con respecto al promedio del año anterior, sumado a una disminución del resultado neto de -413%.

Lo anterior explica la disminución del ROE a nivel consolidado de 88%, alcanzando el valor de -70% mientras que el promedio de los últimos años se encontraba en el entorno de 20%.

Se presenta a continuación la siguiente gráfica con la evolución del ROE por región para los últimos 5 años:



Analizando el ROE por regiones, la disminución en todos los casos se comportó en línea con la variación del patrimonio en las empresas. La disminución del patrimonio promedio por región fue de 0% para Lejano Oriente, -18% para Medio Oriente, -30% para Europa y -33% para Norteamérica.

Del análisis realizado se desprende que en el caso de Lejano Oriente son empresas estatales, las cuales recibieron apoyo mediante aportes de capital, lo cual compensó las pérdidas del resultado neto. En el caso opuesto de Norteamérica, las empresas efectuaron emisiones de capitales pero las mismas no fueron suficientes para contrarrestar el efecto de las pérdidas del ejercicio, también podemos mencionar que en este caso el estado contribuyó mediante el programa de CARES Act, otorgando subvenciones con el objetivo principal de mantener el empleo.

7.4 Análisis de flujo de efectivo y equivalente

A efectos de este análisis cuando nos referimos al efectivo comprende tanto el efectivo como los depósitos bancarios a la vista. Y en lo que respecta a equivalentes al efectivo son inversiones a corto plazo de gran liquidez, que son fácilmente

convertibles en efectivo, estando sujetos a un riesgo poco significativo de cambios en su valor.

Las actividades de operación son aquellas que constituyen la principal fuente de ingresos de la entidad, y representan en los años anteriores a la pandemia flujos positivos para todas las compañías.

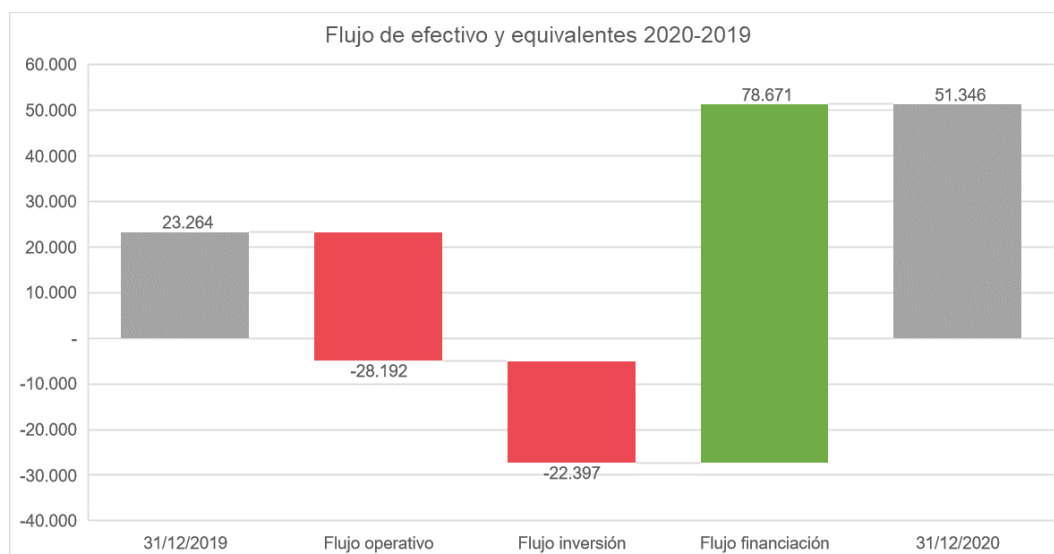
Las actividades de inversión son las que refieren de adquisición y disposición de activos a largo plazo, en general aeronaves, así como otras inversiones financieras.

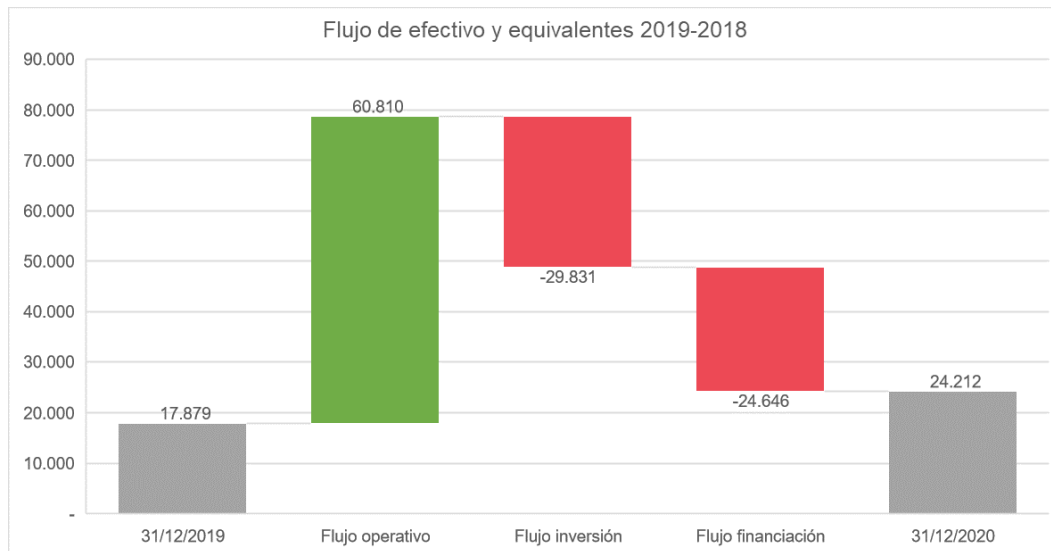
Dentro de las actividades de financiación se destacan los préstamos y refinanciamientos tomados por la entidad, así como aportes de capital, aunque en menor cuantía.

7.4.1 Análisis de flujo de efectivo y equivalente consolidados

Por lo mencionado anteriormente respecto a los resultados consolidados, las aerolíneas tuvieron que enfrentar un entorno operativo extremadamente desafiante durante el año 2020, lo que repercutió en los flujos de caja.

En los gráficos que se presentan a continuación se muestra la evolución de los saldos de efectivo y equivalente reflejando el impacto de las actividades operativas, de inversión y de financiación para los últimos dos ejercicios:





Flujos provenientes de actividades operativas, debido a la menor operativa por las restricciones impuestas por la pandemia, lo cual generó una caída de un 66% de las ventas de pasajeros, sumado a los reembolsos de vuelos no realizados y/o cancelados determinó que 10 de las 13 empresas analizadas presenten flujos provenientes de las actividades operativas negativos y para las restantes 3 si bien fueron positivos los mismos no fueron significativos. En cambio, en 2019 los flujos provenientes de las 13 empresas analizadas fueron positivos, observándose una caída de los mismos en el entorno de un 146%.

Flujos provenientes de actividades de inversión, se puede destacar que las estrategias de inversión variaron dependiendo de la empresa y la región en la cual están establecidas. De todas formas, en general la mayor parte de las empresas presentaron flujos negativos derivados de las inversiones realizadas en propiedad, planta y equipo por entregas acordadas previas a la pandemia (aeronaves, motores y repuestos). Asimismo, algunas de las empresas continuaron invirtiendo en activos financieros e inversiones de corto plazo, mientras que otras recuperaron efectivo ejecutando inversiones realizadas en ejercicios anteriores.

Flujos provenientes de actividades de financiamiento, las deudas financieras se incrementaron en las empresas para sustentar la caída de flujos operativos. Se recurrió a financiamiento de terceros como a los accionistas, estos últimos si bien no realizaron directamente aportes se le retuvieron utilidades. Es un escenario diferente

al que se mantenía en 2019 a nivel consolidado, donde el neto de los flujos financieros eran negativos debido principalmente al pago de dividendos y recompra de acciones.

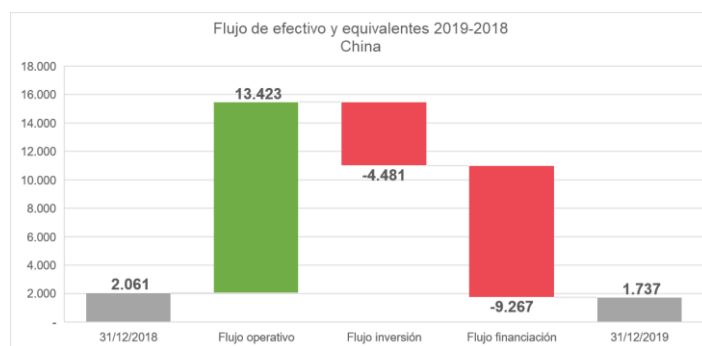
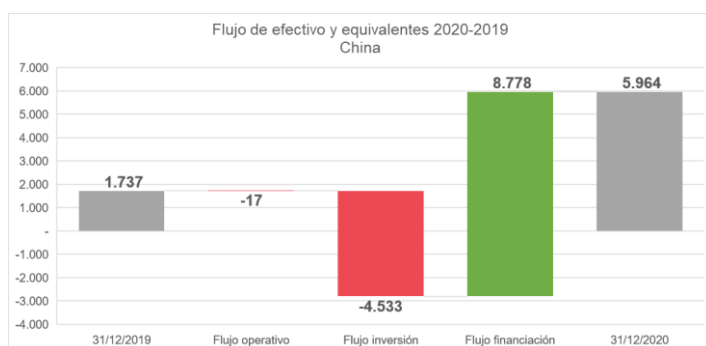
En suma, considerando lo explicado anteriormente sobre los flujos podemos concluir que a nivel consolidado el ejercicio culminó con un saldo mayor de efectivo y equivalente explicado principalmente por un incremento de los flujos provenientes de actividades de financiamiento que no solo compensó, incluso fue mayor que los flujos negativos de inversión y operación. Esto responde a un intento de las empresas para evitar situaciones de liquidez problemática.

El incremento de efectivo y equivalente se asocia principalmente a requerimientos transaccionales, considerando los ingresos y egresos de fondo que no están sincronizados, así como por motivos de precaución para poder cubrir contingencias inesperadas de las empresas dado lo incierto del contexto actual.

7.4.2 Análisis de flujo de efectivo y equivalente por región

A continuación, realizaremos un análisis de los flujos para las distintas regiones y en el caso de Europa y Medio Oriente se realiza un análisis conjunto ya que las conclusiones arribadas son similares.

Lejano Oriente



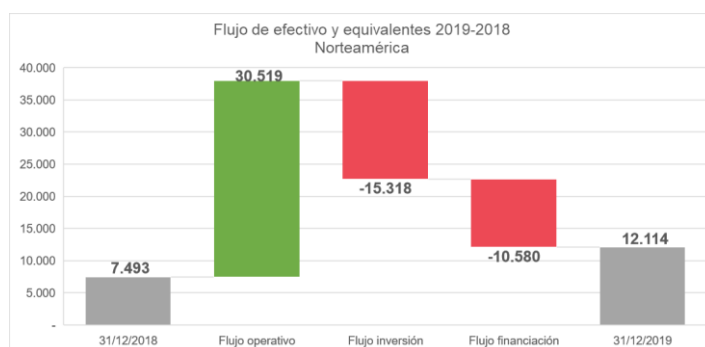
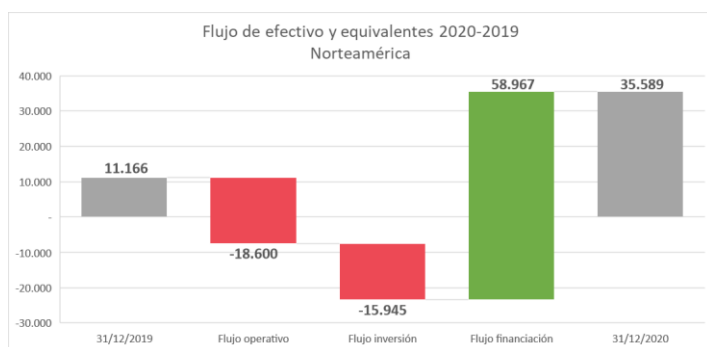
Tal como fue explicado anteriormente los ingresos de Asia se vieron afectados en menor medida, generando que los flujos provenientes de actividades operativas fueran cercanos a cero. Parte de los flujos provenientes de financiación se utilizaron

para mantener los niveles de inversión, principalmente la adquisición de propiedad, planta y equipo.

La deuda fue generada mayormente con préstamos bancarios y bonos corporativos. Se puede mencionar que en el caso de China Southern se obtuvo financiación por emisión de acciones, pero representando un porcentaje muy pequeño en relación con lo obtenido por terceros.

Asimismo, se puede destacar que al cierre del ejercicio la mayor parte de la deuda es de corto plazo. Consultado a Eliseo sobre esta particularidad, nos mencionó que las principales aerolíneas chinas son compañías públicas por lo que cuentan con gran apoyo por parte del estado, tanto para financiación como la obtención de plazos más flexibles. Esto explica el alto porcentaje de deuda a corto plazo que se mantiene a fines del 2020 considerando que aún en ese momento se mantenía la situación de incertidumbre a nivel internacional.

Norteamérica



Se observa a nivel consolidado de Norteamérica un incremento del saldo de efectivo y equivalente del 212%.

En lo que refiere a este aspecto, la mayoría de las empresas de esta región presentan mayores saldos de efectivo y equivalentes al 31 de diciembre de 2020 compuesto principalmente por inversiones altamente líquidas con un vencimiento menor a 3 meses desde la fecha de adquisición mientras que se puede destacar que American Airlines fue la única que mantuvo el mismo nivel de efectivo y equivalente con respecto al año anterior.

Este incremento de efectivo y equivalentes proviene del endeudamiento financiero y en la mayoría de las empresas responde a requerimientos relacionados con compromisos financieros y operaciones en marcha. De la lectura de los estados financieros se desprende que se incrementó el mínimo requerido de caja para hacer frente a las obligaciones de la compañía y el cumplimiento de covenants financieros.

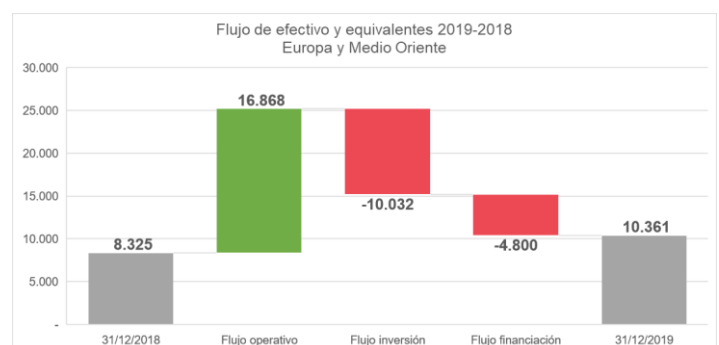
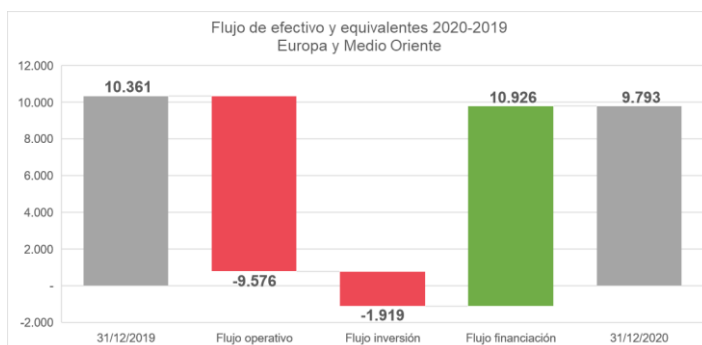
En lo que respecta al endeudamiento, el mismo proviene en su mayoría de deudas financieras, emisión de bonos y obligaciones en mayor parte con vencimientos en el largo plazo. Recurriéndose en menor medida a la emisión de acciones, pero significativamente mayores con respecto a años anteriores y se redujeron también las recompras de acciones y los pagos de dividendos.

Asimismo, se puede observar el impacto positivo que se obtuvo por el programa CARES Act. y los fondos obtenidos por parte del estado.

Adicionalmente, Eliseo nos mencionó que al igual que en otras situaciones de crisis, es esperable que estas compañías recurran a emisión de acciones para el repago de deudas.

Europa y Medio Oriente

Como se mencionó anteriormente, se realiza un análisis conjunto de Europa y Medio Oriente.



Estas regiones, al igual que Norteamérica vieron sus flujos operativos afectados en similares magnitudes en línea con lo observado a nivel consolidado. Sin embargo, las respuestas entre una región y otra fueron diferentes.

En lo que respecta a los flujos de inversión en estas regiones se puede destacar que algunas de las empresas optaron por recibir flujos de las inversiones en lugar de

mantener los niveles de años anteriores lo que implicaría un mayor endeudamiento. Asimismo, se redujeron las compras de propiedad, planta y equipo, así como reembolsos de proveedores.

Al igual que en el resto de las regiones se observa un incremento en las deudas financieras, no obstante, se puede destacar que a diferencia de las demás donde los flujos provenientes de financiación eran mayores a la sumatoria de los otros flujos, en Europa y Medio Oriente la financiación no compensa los flujos negativos de la operativa e inversión resultando así en un saldo menor de efectivo y equivalentes en comparación con el cierre del ejercicio anterior.

Estas conclusiones se mantienen en línea con lo comentado por Eliseo sobre restricciones para las subvenciones por parte del estado así como las políticas desiguales en lo que respecta al control de la pandemia.

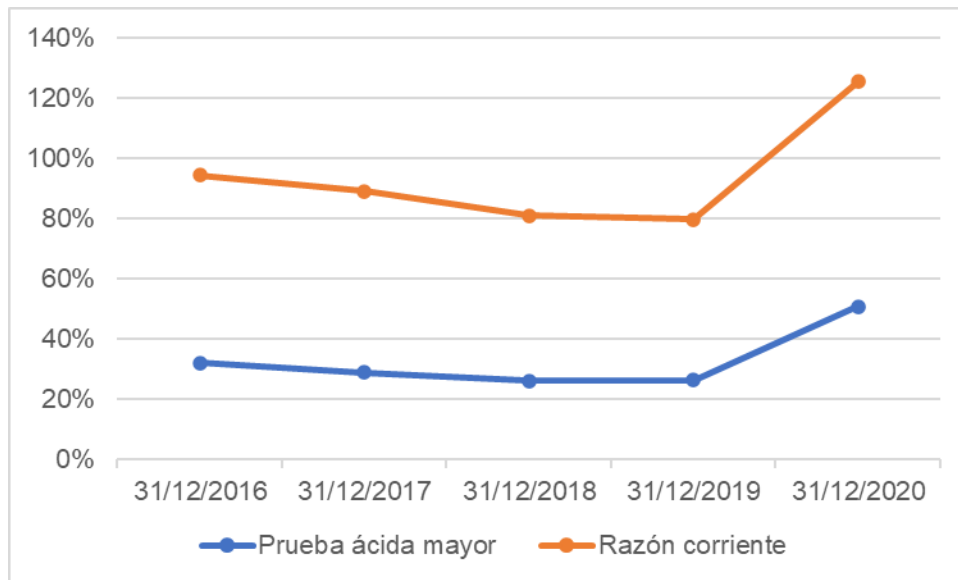
7.5 Ratios de liquidez

Complementando el análisis efectuado en el capítulo 7.4 correspondiente a flujo de efectivo y equivalentes, en el presente capítulo se analizarán los ratios de prueba ácida mayor, razón corriente y capital de trabajo. Excluimos de este análisis la prueba ácida menor ya que los rubros de inventarios y gastos pagados por adelantado no son significativos para este tipo de empresas.

7.5.1 Prueba ácida mayor y razón corriente

La prueba ácida mayor es calculada como la sumatoria de efectivo y equivalentes e inversiones dividido el pasivo corriente, mientras que la razón corriente es calculada como el activo corriente dividido pasivo corriente.

Se muestra a continuación la evolución para los últimos 5 años de la prueba ácida mayor y la razón corriente para los estados consolidados:



En lo que respecta a la prueba ácida mayor y la razón corriente podemos mencionar que ambos ratios se incrementan en 2020 principalmente por dos razones.

En primer lugar, el activo corriente consolidado aumentó significativamente por el incremento del 55% de efectivo y equivalentes compuesto principalmente por inversiones altamente liquidas con un vencimiento menor a 3 meses desde la fecha de adquisición, así como un incremento del 22% de las inversiones temporarias. Este incremento está asociado a estrategias realizadas por las empresas en relación a compromisos financieros y para mantener la operativa durante la crisis. Observando los estados financieros consolidados si bien dentro del activo corriente hay variaciones en los restantes rubros, el que tiene el mayor impacto dentro de la variación es efectivo y equivalente. Es por este motivo que ambos ratios se ven impactados por el comportamiento de este rubro en el mismo sentido.

En segundo lugar, el pasivo corriente disminuyó, a pesar de que se incrementaron las deudas financieras de corto plazo. Este efecto se contrarrestó, en parte por una caída en las cuentas a pagar que responde a la disminución de los costos operativos (capítulo 7.2), y por otro lado a una caída de los ingresos diferidos y los programas de viajeros frecuentes en línea a la disminución y cancelación de vuelos (capítulo 7.1).

Sobre esto último también se puede destacar que el cobro por adelantado de los vuelos representa en este tipo de compañías un ingreso de liquidez importante. Por lo que su caída generó una disminución del ingreso de efectivo. Consultado a Eliseo sobre este punto, nos mencionó que la incertidumbre generada por la pandemia afectó la liquidez de las aerolíneas, dado que estas se respaldan en gran parte por la

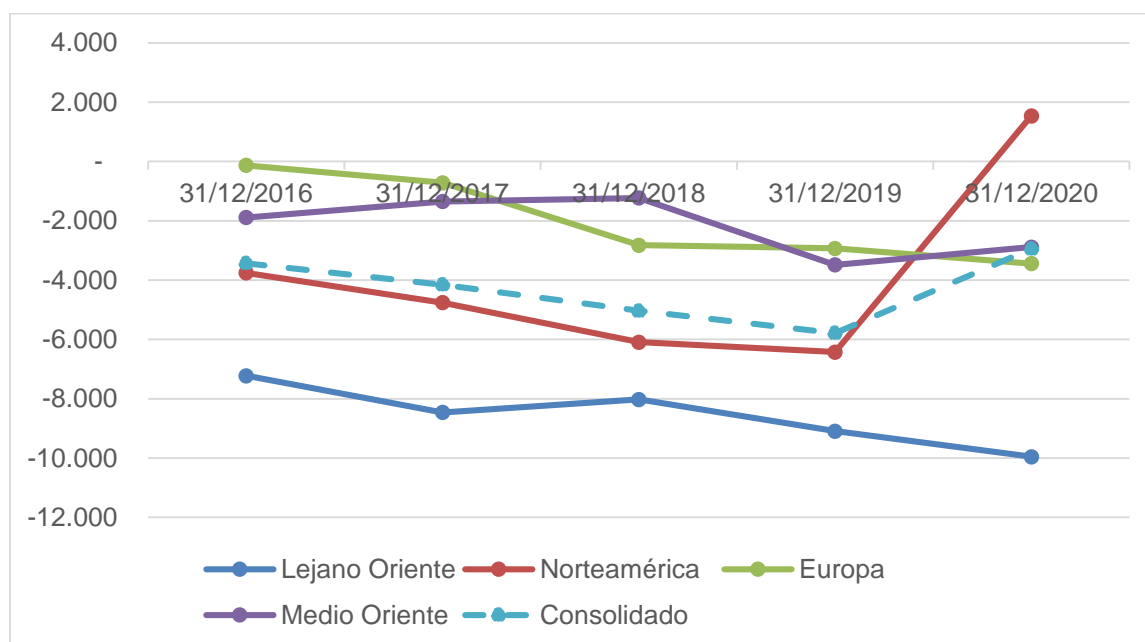
venta anticipada de boletos. Nos menciona que previo a la pandemia la media de días de compra anticipada de boletos era de 45 a 60 días. Durante el período de mayores restricciones se observó una media en el entorno de 5 a 6 días, mientras que durante el 2021 el promedio se encuentra entre 15 a 20 días.

7.5.2 Capital de trabajo

El capital de trabajo se calcula como el activo corriente menos el pasivo corriente. Dado que tanto el estado consolidado, así como los consolidados por región, son obtenidos mediante la sumatoria de cada uno de los estados financieros que lo componen, para no obtener valores distorsionados, utilizaremos para este análisis un promedio lineal de activos y pasivos por empresa agrupando por región.

Se puede mencionar que una característica del capital de trabajo en las aerolíneas es que el mismo es negativo, principalmente porque poseen un pasivo corriente significativo por ingresos diferidos, además de un importante saldo de deuda financiera a corto plazo.

Se realizará a continuación un análisis del capital de trabajo por región para lo cual presentamos la siguiente gráfica con la evolución del ratio para los últimos cinco años:



En lo que refiere al consolidado, se destaca que en 2020 el capital de trabajo aumentó, pero continúa siendo negativo. Esta variación es afectada principalmente por la situación de Norteamérica, por un incremento significativo del activo corriente.

Asimismo, el análisis realizado respecto a al aumento del activo corriente y la disminución del pasivo corriente que fue comentado para los ratios de razón corriente y prueba ácida menor, explican el comportamiento del capital de trabajo consolidado.

Lejano Oriente, se puede observar que el capital de trabajo, a diferencia del consolidado, disminuyó, volviéndose más negativo. Esto se explica porque si bien el efectivo y equivalente se incrementó en 243% respecto al año anterior, el pasivo corriente aumentó en mayor proporción afectado por el incremento de las deudas financieras a corto plazo (capítulo 7.4.2).

Norteamérica, como se explicó para el consolidado el activo corriente aumentó por los saldos de efectivo y equivalente en un 212%, así como un incremento en las inversiones. Esto fue financiado con deuda de largo plazo, mientras que la financiación de corto plazo se mantuvo relativamente estable sumado a que otros rubros del pasivo corriente relacionados con las operativa disminuyeron, generando en conclusión una caída del pasivo corriente con respecto al año anterior. Ambas situaciones explican el incremento del capital de trabajo en el año 2020.

Europa, en este caso el capital de trabajo tuvo una leve variación negativa explicada por una disminución del activo corriente y del pasivo corriente, pero este último en menor proporción. En lo que refiere al activo corriente, si bien el efectivo y equivalente se incrementó en el último año, las inversiones y los demás rubros relacionados con la operativa disminuyeron. Asimismo, el pasivo corriente se vio incrementado por las deudas financieras de corto plazo, pero contrarrestó este incremento la disminución de los ingresos diferidos.

Medio Oriente, en este caso el capital de trabajo tuvo una leve variación positiva explicada por una disminución del activo corriente y del pasivo corriente, pero este último en mayor proporción. Esto se explica por una caída del efectivo y equivalente en lo que respecta al activo, y una disminución de los rubros operativos del pasivo corriente sumado a que la variación de las deudas financieras de corto plazo no fue significativa. Esto se explica principalmente porque algunas de las empresas de esta región obtuvieron financiamiento por parte de sus accionistas a través de capital.

7.6 Deudas financieras

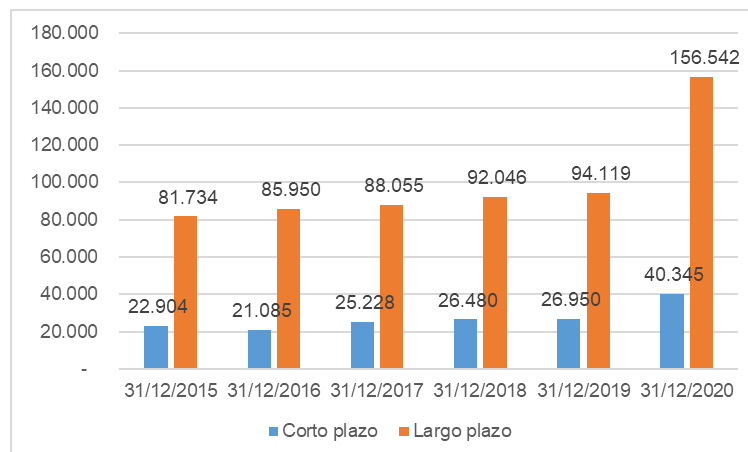
Las deudas financieras en las aerolíneas han representado históricamente una parte significativa del fondeo en comparación con fondos propios. Asimismo, se observa que las proporciones de corto y largo plazo se encuentran en el entorno de 20% y 80% respectivamente.

A los efectos del análisis hemos excluido los leasings financieros y operativos por el efecto del cambio de normativa de la NIIF 16.

7.6.1 Análisis deuda financiera consolidada

A partir de la información extraída de los estados financieros consolidados, realizamos una apertura de las deudas financieras discriminando entre corto y largo plazo.

En base a ello, elaboramos la siguiente gráfica que muestra la evolución de las deudas financieras de corto y largo plazo para los estados consolidados desde el año 2015 al 2020:



Tal como se puede observar el monto a nivel consolidado de deudas financieras tanto a corto como a largo plazo se mantenía relativamente estable con variaciones que oscilaban entre 2% y 5% anualmente. Sin embargo, en el último año las deudas financieras se ven notoriamente incrementadas en un 63% (50% en corto plazo y 66% en el largo plazo), destacándose que igualmente se mantiene estable la proporción histórica de un 20% a corto plazo y 80% al largo plazo.

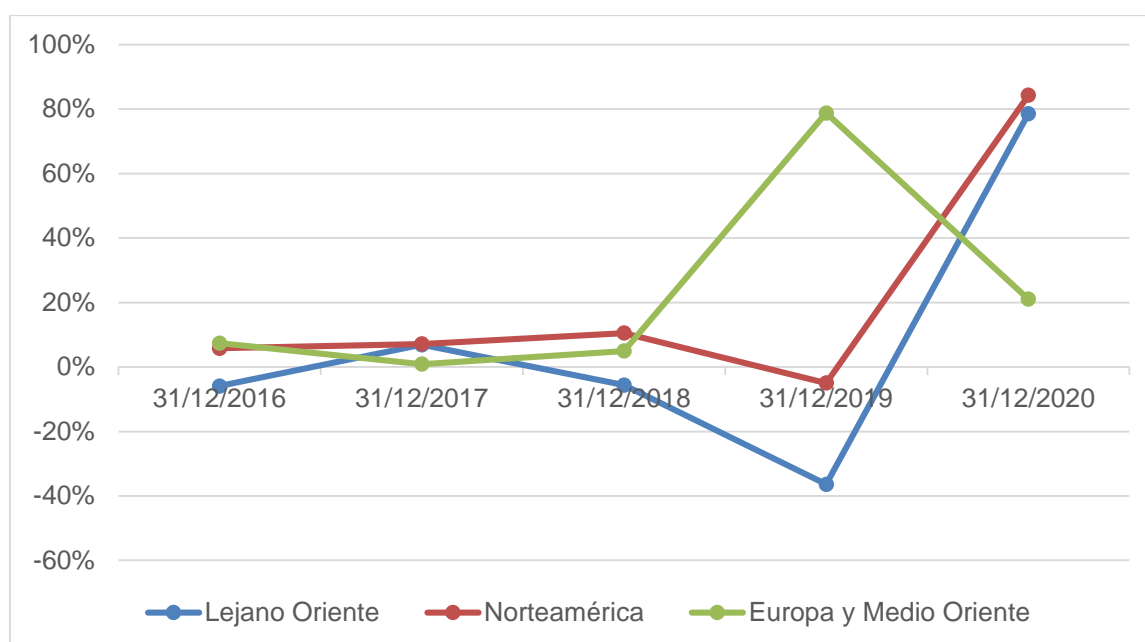
De los estados financieros de las empresas se desprende que las estrategias de financiación fueron variadas, entre las cuales se pueden destacar, préstamos

bancarios, emisión de bonos corporativos y notas de deuda, refinanciación de deudas existentes, así como reestructuras de plazos de deudas.

Sobre este punto, se puede destacar que la obtención de deudas financieras siempre se respalda sobre un análisis crediticio, y las compañías analizadas se destacan por tener buenas calificaciones de grado inversor, así como rentabilidad positiva en los últimos años permitiendo la obtención de dichos niveles de deuda.

7.6.2 Análisis deuda financiera por región

A continuación, se muestra el gráfico de la variación de deuda financiera por región para los últimos cinco años:



Lejano Oriente, en cuanto a las deudas financieras se observa un aumento global de las deudas acorde a la difícil situación que se encontraba atravesando su operativa. Al cierre del ejercicio la mayor parte de la deuda es a corto plazo 58% contra un 42% de largo, debido a las posibilidades de financiamiento de este tipo de compañías tanto como a su momento de recuperación económica de la pandemia. Como fue comentado anteriormente, las principales aerolíneas de lejano oriente son compañías públicas por lo que cuentan con gran apoyo del estado, tanto para la obtención de financiación como plazos más flexibles.

Norteamérica, al igual que Lejano Oriente incrementa su saldo de deuda financiera y se puede destacar que mantenía históricamente una proporción de deuda de 12%

a corto plazo y 88% a largo plazo, por lo que comparado con el consolidado mantiene una proporción mayor de deuda no corriente. En 2020 la brecha entre corriente y no corriente se acentúa aún más, observándose que las proporciones pasan a ser 7% corriente y 93% no corriente. Se desprende de la lectura de los estados financieros que varias de las compañías de esta región lograron refinanciar los plazos estipulados en los contratos de deuda y obtuvieron financiación nueva con períodos posteriores a un año. Es por esto que el importe de deuda corriente no tuvo variación con respecto al año anterior y parecería responder a la incertidumbre respecto a la recuperación en la demanda de vuelos. Asimismo, consultado a Eliseo sobre este punto se estima que cuando comience la recuperación se realizaran ampliaciones de capital para obtener los fondos necesarios para el pago de la deuda.

En lo que respecta a **Europa y Medio Oriente** es necesario destacar que el incremento del año cuyo cierre fue 31 de diciembre de 2019 considera los estados financieros de Emirates con cierre de ejercicio 31 de marzo de 2020, lo cual afecta las variaciones ya que esta compañía sufre los primeros meses de la pandemia en ese ejercicio. Es por esto que se observa un incremento mayor de la deuda en 2019 en comparación con 2020 que también aumento pero en una menor proporción (79% en 2019 y 21% en 2020). Adicionalmente, el histórico de esta región mantenía una proporción de deuda de 19% a corto plazo y 81% a largo plazo, similar al consolidado. Durante el último año la proporción no varió significativamente, sin embargo, en lo que refiere a los montos se puede observar que incremento su deuda en respuesta a las necesidades de fondo.

7.7 Ratios de endeudamiento

Complementando el análisis efectuado en el capítulo 7.6 correspondiente a deudas financieras, se analizarán a continuación el ratio de cobertura de deuda, razón de endeudamiento y la relación del pasivo dividido patrimonio.

7.7.1 Ratio de cobertura de deuda

El ratio de cobertura de deuda se calculó como los gastos financieros dividido los resultados operativos. Hemos observado para este ratio que en los últimos cinco años en las aerolíneas a nivel consolidado se mantenía históricamente en el entorno de 5,

es decir que con los resultados operativos podían cubrir 5 veces los costos financieros. En el año 2020, se observó que, por un lado los gastos financieros se incrementaron debido a mayores saldos de deuda compensados levemente por menores tasas de interés, y por otra parte todas las compañías tuvieron resultados negativos. Es por esto que ninguna de ellas ha logrado cubrir el ratio de cobertura de deuda en el último año analizado y lo mismo se puede observar para este ratio a nivel de los consolidados por regiones.

7.7.2 Razón de endeudamiento

La razón de endeudamiento se calculó como el pasivo total dividido activo total. Sobre este ratio se puede mencionar que a nivel consolidado se vio incrementado ya que mayor parte de la actividad fue financiada con fondos de terceros. A nivel consolidado se mantenía históricamente una relación de 76%, y en el último año se incrementa a 88%.

En lo que refiere a las regiones, se observa que en todas ellas la razón de endeudamiento aumentó en el último ejercicio, destacándose que Medio Oriente y Lejano Oriente fueron las que menos variación presentaron ya que varias de las empresas de estas regiones obtuvieron financiación estatal a través de aportes de capital.

7.7.3 Razón pasivo/patrimonio

Este ratio fue calculado como el pasivo total dividido el patrimonio. En lo que refiere al pasivo se observa un incremento debido al aumento de las deudas financieras mientras que en el caso del patrimonio este disminuye por los resultados negativos del ejercicio 2020. Es por este motivo que el ratio se incrementó para el último ejercicio.

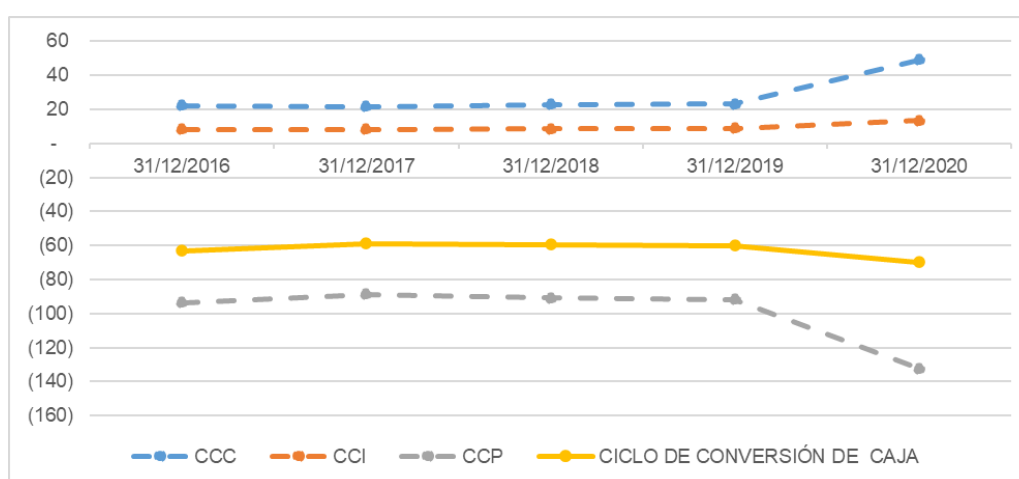
En lo que refiere a las regiones, al igual que lo comentado para Medio y Lejano Oriente sobre la razón de endeudamiento, presentaron menores variaciones ya que algunas de las compañías de estas regiones realizaron aportes de capital y no se distribuyeron dividendos aunque no fue suficiente para compensar las pérdidas operativas ni para revertir el impacto del incremento de las deudas financieras.

En cambio, en Norteamérica y Europa este ratio tuvo un aumento significativo que responde al incremento de deudas y patrimonios disminuidos por los resultados.

7.8 Ciclo de conversión de caja

El ciclo de conversión de caja se compone del ciclo de cuentas por cobrar, el ciclo de inventario y el ciclo de cuentas por pagar.

Con la información obtenida de los estados financieros, confeccionamos la siguiente gráfica que resume los días de cada ciclo a nivel consolidado:



Del gráfico se desprende que los años anteriores a la pandemia eran relativamente estables, manteniéndose en el entorno de menos 60 días el ciclo de conversión de caja, en línea con el capital de trabajo negativo (capítulo 7.5.2).

En lo que respecta al *ciclo de cuentas por cobrar*, se observa a nivel consolidado un histórico en el entorno de 20 días mientras que en el último año la cantidad de días se duplica con respecto a años anteriores. Esto se explica porque el ratio de rotación de cuentas a cobrar disminuye principalmente porque la caída de las ventas es significativamente superior a la disminución de las cuentas por cobrar, teniendo en cuenta que esta última es una variable de stock que mantiene saldos de los últimos días del año donde ya se observaba una recuperación.

El *ciclo de conversión de inventarios* no es un ciclo relevante para este tipo de compañías ya que, al brindar un servicio, el rubro inventario no es significativo. No se observan mayores variaciones respecto a los años anteriores.

Por último, *el ciclo de cuentas por pagar* se mantenía en el entorno de menos 90 días y observándose en el último año una disminución a menos 132 días. Lo anterior obedece principalmente a renegociaciones con proveedores para hacer frente a los egresos de caja en línea con lo explicado sobre los flujos de fondo. Asimismo, el ratio de rotación de cuentas a pagar disminuye por la caída de los gastos operativos en línea con las menores ventas y el porcentaje de costos variables, así como una disminución de las cuentas a pagar aunque este último en menor proporción.

En lo que refiere al análisis por región se puede observar que tanto Lejano Oriente como Norteamérica mantienen el mismo comportamiento que a nivel consolidado.

En el caso de Europa y Medio Oriente se puede destacar que el ciclo de conversión de caja aumenta (a diferencia del consolidado) pero continúa siendo negativo. Esto se explica porque el ciclo de conversión de cuentas a cobrar que históricamente se encontraba en el entorno de 40 días, mientras que en resto de las regiones era de 15 días, se duplica. Esto genera que este ciclo tenga un mayor peso en el conjunto y como consecuencia el ciclo de caja disminuye.

8. Conclusiones

Habiendo realizado en primera instancia una recopilación de datos de 5 años anteriores al surgimiento del COVID-19 y una comparación con datos surgidos en plena crisis, logramos arribar a conclusiones generales, así como también particularidades inherentes a distintas zonas geográficas, sobre la liquidez y el capital de trabajo en las compañías aéreas.

Dicha crisis a nivel de ingresos afectó a todo el sector, en mayor o menor medida dependiendo principalmente del peso relativo de los vuelos domésticos e internacionales de cada aerolínea, así como las diferentes restricciones impuestas en los países en los que operan. Si bien las compañías realizaron intentos por reducir costos u obtener ingresos a través de cargo, la caída en la operativa fue profunda a nivel global.

En lo que respecta a los costos, cabe mencionar que dentro de la muestra seleccionada la mayoría de las compañías son legacy con una estructura de costos más rígida, lo cual hizo más difícil atravesar la crisis. A diferencia de las compañías

low cost que dada la flexibilidad de sus costos, lograron adaptarse de mejor forma a la situación.

Dado lo antes dicho el sector tuvo que afrontar una realidad donde sus flujos operativos cayeron notoriamente incluso volviéndose negativos. Para ello, cada compañía debió buscar la manera de compensar estos flujos para asegurar la liquidez necesaria para mantener su operativa. Entre las soluciones que se identificaron se puede mencionar que algunas de ellas recortaron actividades de inversión, pero en todas se destaca la suba de los flujos financieros.

Este incremento de endeudamiento fue la clave para sobrevivir a la realidad que se afrontó, donde las deudas financieras se incrementaron incluso hasta duplicarse con respecto a años anteriores. En lo que respecta a los plazos, se observó que en la mayoría de los casos fueron obtenidas al largo plazo dada la incertidumbre sobre la recuperación. Con respecto a este punto, se puede observar que las estrategias de financiación variaron según si contaban con apoyo estatal o no.

Si bien la muestra seleccionada puede ser extrapolable al resto del sector, se puede destacar que aquellas compañías que no tuvieran una situación financiera estable al momento de la crisis para afrontar nuevas deudas y cumplir sus obligaciones operativas, posiblemente no hayan sobrevivido a la crisis, ya que el endeudamiento con terceros jugó un papel relevante para sobrellevar la pandemia y las necesidades de liquidez y capital de trabajo.

Con respecto a lo anterior, aquellas empresas que no contaron con apoyo financiero de terceros ni soporte gubernamental se vieron obligadas a presentar capítulo 11 de la ley de quiebras de Estados Unidos, lo que le permite a un negocio “reorganizarse” para volver a ser rentable y esto sirvió como sistema de protección ya que no se pueden ejecutar los incumplimientos de pagos.

Se desprende que luego de la pandemia se encontrarán empresas cuyo objetivo será disminuir su nivel de deuda a medida que mejora su operativa, lidiando con los costos que se arrastran por endeudamiento, refinanciaciones, reestructuras, entre otros.

Consultado a Eliseo sobre sus pronósticos acerca de la recuperación menciona que en línea general los vuelos internacionales son los que se recuperan más lento y el flujo todavía no se ha recuperado completamente. Asimismo, se observó que los

vuelos corporativos continúan con un gran retraso mientras que los vuelos para visitas de familiares y amigos han tenido un incremento significativo.

Por último, la Asociación Internacional de Transporte Aéreo (IATA) en sus primeras proyecciones estimaba una recuperación para el 2024, pero considerando el impacto positivo que se ha observado en los últimos meses, ha actualizado su proyección y a la fecha se estima que se podría recuperar para el 2023.

A pesar de los esfuerzos por obtener estimaciones y fechas de recuperación, la evolución de la pandemia dependerá en gran parte del surgimiento de nuevas variantes y las restricciones estatales que se impongan por su impacto en la salud y economía.

Bibliografía

Estados financieros Air Canada. (n.d.). From Estados financieros Air Canada:

<https://www.annualreports.com/Company/air-canada>

Estados financieros Airchina. (n.d.). From Estados financieros Airchina:

https://www.airchina.com.cn/en/investor_relations/financial_info_and_roadshow.shtm

|

Estados financieros American Airlines. (n.d.). From Estados financieros American Airlines:

<https://americanairlines.gcs-web.com/financial-results/financial-aal>

Estados financieros British Airways. (n.d.). From Estados financieros British Airways:

<https://www.iairgroup.com/en/investors-and-shareholders/results-and-reports>

Estados financieros China Eastern. (n.d.). From Estados financieros China Eastern:

<https://webb-site.com/dbpub/docs.asp?p=4794&s=typup>

Estados financieros China Southern. (n.d.). From Estados financieros China Southern:

<https://www.csair.com/en/about/investor/yejibaogao/all/>

Estados financieros Delta Airlines. (n.d.). From Estados financieros Delta Airlines:

<https://ir.delta.com/financials/default.aspx>

Estados financieros Emirates Airlines. (n.d.). From Estados financieros Emirates Airlines:

<https://www.emirates.com/uy/english/about-us/financial-transparency/annual-reports/>

Estados financieros Lufthansa. (n.d.). From Estados financieros Lufthansa: [https://investor-](https://investor-relations.lufthansagroup.com/en/publications/financial-reports.html)

[relations.lufthansagroup.com/en/publications/financial-reports.html](https://investor-relations.lufthansagroup.com/en/publications/financial-reports.html)

Estados financieros Ryanair. (n.d.). From Estados financieros Ryanair:

<https://investor.ryanair.com/results-centre/>

Estados financieros Southwest Airlines. (n.d.). From Estados financieros Southwest Airlines:

<https://www.southwestairlinesinvestorrelations.com/financials/company-reports/annual-reports>

Estados financieros Turkish Airlines. (n.d.). From Estados financieros Turkish Airlines:

<https://investor.turkishairlines.com/en/financial-and-operational/financial-results>

Estados financieros United Airlines. (n.d.). From Estados financieros United Airlines:
https://ir.united.com/financiamiento/sec-filings?field_nir_sec_form_group_target_id%5B0%5D=471&field_nir_sec_date_filed_value=&items_per_page=10#views-exposed-form-widget-sec-filings-table

Finviz. (n.d.). From Finviz: <https://finviz.com>

Flight Radar. (n.d.). From Flight Radar: <https://www.flightradar24.com>

Internacional, A. d. (2020). *La crisis inminente de liquidez amenaza a las aerolíneas.* Comunicado N° 79. From <https://www.iata.org/contentassets/17dfdb6653cc48fdbd92d5a9ac3f28fa/2020-10-06-sp.pdf>

Investing. (n.d.). From Investing: <https://es.investing.com>

News, B. (2021, Enero 25). Coronavirus: 8 gráficos para entender cómo la pandemia ha afectado a las mayores economías del mundo. *BBC News.* From <https://www.bbc.com/mundo/noticias-55802814>

Pascale, R. (2009). *Decisiones Financieras.* Buenos Aires: Pearson Education.

Pearce, B. (2020). *Outlook for airlines cash burn.* From <https://www.iata.org/en/iata-repository/publications/economic-reports/outlook-for-airlines-cash-burn>

Anexo 1

Datos recabados para la muestra por empresa

Aerolínea	Flota (aeronaves)	Aerolínea	Destinos	Aerolínea	Capacidad pasajeros
American Airlines	956	United Airlines	373	American Airlines	256,928,663
Delta Airlines	879	American Airlines	350	Delta Airlines	233,758,798
United Airlines	756	Air Canada	350	Southwest Airlines	209,536,838
Southwest Airlines	752	Delta Airlines	320	United Airlines	193,981,547
China Southern Airlines	597	Turkish Airlines	302	Ryanair	142,540,776
China Eastern Airlines	525	Lufthansa	274	China Southern Airlines	131,972,745
Ryanair	439	China Eastern Airlines	217	China Eastern Airlines	122,917,175
Air China	418	China Southern Airlines	216	Turkish Airlines	93,109,025
Turkish Airlines	350	Air China	201	Air China	90,531,776
Lufthansa	338	British Airways	169	Lufthansa	90,465,791

Aerolínea	Valor 2019 (USD m)	Aerolínea	Valor 2020 (USD m)
Delta Airlines	10,105	Delta Airlines	9,229
American Airlines	9,553	American Airlines	8,882
United Airlines	8,460	United Airlines	8,227
Southwest Airlines	6,596	Emirates	6,860
Emirates	6,268	Southwest Airlines	5,980
China Southern Airlines	4,461	Air China	4,370
China Eastern Airlines	4,227	China Southern Airlines	4,050
British Airways	4,168	Air Canada	3,708
Air China	4,118	British Airways	3,660
Lufthansa	3,145	China Eastern Airlines	3,218

A continuación se resume el ranking de las aerolíneas para cada uno de las categorías seleccionadas:

Aerolínea	Flota (aeronaves)	Capacidad pasajeros	Valor 2020 (USD m)	Valor 2019 (USD m)	Destinos
American Airlines	1	1	2	2	2
Delta Airlines	2	2	1	1	4
United Airlines	3	4	3	3	1
Southwest Airlines	4	3	5	4	
Emirates			4	5	
Air Canada			8		3
Ryanair	7	5			
China Southern Airlines	5	6	7	6	8
Turkish Airlines	9	8			5
China Eastern Airlines	6	7	10	7	7
Air China	8	9	6	9	9
British Airways			9	8	10
Lufthansa	10	10		10	6

Anexo 2

Detalle de aerolíneas por origen y región geográfica

Aerolínea	Origen	Region
Air China	China	Lejano Oriente
China Southern Airlines	China	Lejano Oriente
China Eastern Airlines	China	Lejano Oriente
Lufthansa	Alemania	Europa
Ryanair	Irlanda	Europa
British Airways	Reino Unido	Europa
Emirates	Emiratos Arabes	Medio Oriente
Turkish Airlines	Turquía	Medio Oriente
Air Canada	Canada	Norteamérica
Delta Airlines	Estados Unidos	Norteamérica
American Airlines	Estados Unidos	Norteamérica
United Airlines	Estados Unidos	Norteamérica
Southwest Airlines	Estados Unidos	Norteamérica

Anexo 3

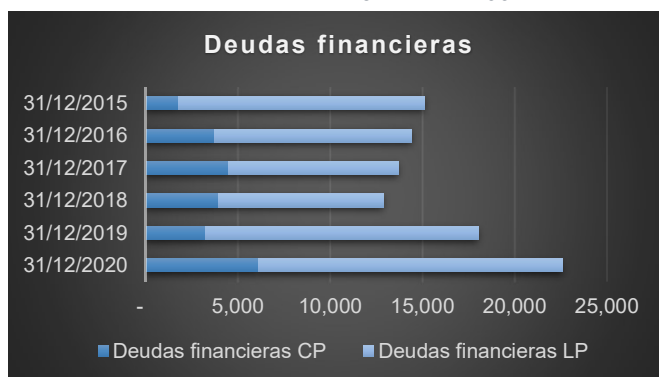
A continuación se presenta un resumen de datos destacados de la información financiera de las empresas analizadas:

3.1 Air China

Air China es una aerolínea estatal de la República Popular de China con sus oficinas centrales en Pekín. Es la aerolínea de bandera. Su sede principal es el Aeropuerto Internacional de Pekín.

Expresado en millones de USD

Información financiera relevante	31/12/2020	31/12/2019	Variación 2020-2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
Ingresos y resultados							
INGRESOS	11,323	20,080	-44%	20,482	19,061	16,580	16,958
<i>Pasajeros</i>	<i>8,543</i>	<i>17,830</i>	<i>-52%</i>	<i>17,508</i>	<i>16,156</i>	<i>15,635</i>	<i>16,081</i>
EGRESOS OPERATIVOS	(13,035)	(17,984)	-28%	(18,396)	(17,254)	(14,055)	(14,562)
COSTOS FINANCIEROS	(782)	(709)	10%	(424)	(470)	(1,075)	(1,228)
GANANCIA/(PÉRDIDA) NETA	(2,425)	1,040	-333%	1,194	1,328	1,117	1,157
EBITDA	1,416	5,143	-72%	4,194	3,896	4,465	4,401
Ratios rentabilidad							
ROA	-6%	3%		3%	4%	3%	
ROE	-18%	7%		8%	10%	11%	
EBITDA/Ventas	13%	26%		20%	20%	27%	
Datos financieros destacados							
Deudas financieras CP	6,075	3,255	87%	3,954	4,479	3,740	1,740
Deudas financieras LP	16,516	14,775	12%	8,931	9,207	10,674	13,373
(Menos) Efectivo y equivalentes	895	1,279	-30%	983	855	986	1,100
(Menos) Inversiones temporarias	113	104	8%	152	107	68	101
Deuda neta	21,583	16,645	30%	11,750	12,724	13,360	13,912
Patrimonio	12,842	14,509	-11%	14,610	14,578	11,000	10,250
Ratios liquidez y capital de trabajo							
Activo corriente/Pasivo corriente	24%	32%		33%	29%	31%	40%
Capital de trabajo (AC - PC)	(9,330)	(7,611)		(7,097)	(7,895)	(6,363)	(4,674)
CCC	21	15		12	10	11	
CCI	8	6		5	5	7	
CCP	137	110		102	100	119	
Ciclo de Conversión de Caja	(108)	(90)		(86)	(86)	(101)	
Ratios Endeudamiento							
Pasivos/Activos	71%	66%		59%	60%	66%	
Pasivos/Patrimonio	239%	190%		142%	148%	193%	

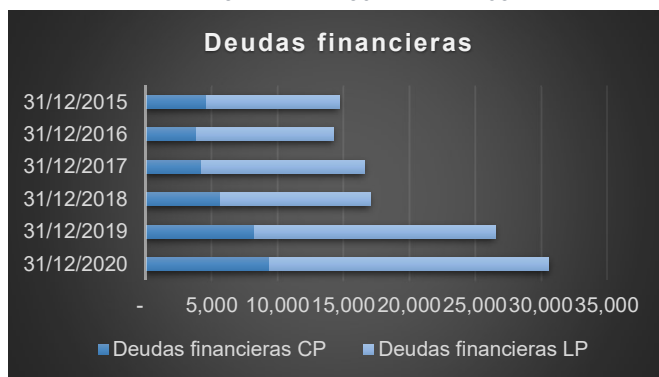


3.2 China Southern Airlines

China Southern Airlines es la aerolínea más grande de China la sede se encuentra en Guangzhou, posee la flota más grande, la red de rutas más extensa y la mayor facturación anual de pasajeros.

Expresado en millones de USD

Información financiera relevante	31/12/2020	31/12/2019	Variación 2020-2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
Ingresos y resultados							
INGRESOS	14,189	22,097	-36%	20,880	19,642	16,556	17,204
<i>Pasajeros</i>	<i>10,813</i>	<i>19,831</i>	<i>-45%</i>	<i>18,614</i>	<i>17,334</i>	<i>14,759</i>	<i>15,445</i>
EGRESOS OPERATIVOS	(16,008)	(20,545)	-22%	(19,598)	(18,235)	(14,740)	(15,133)
COSTOS FINANCIEROS	(1,030)	(837)	23%	(466)	(422)	(355)	(337)
GANANCIA/(PÉRDIDA) NETA	(1,813)	442	-511%	489	1,060	849	742
EBITDA	1,951	5,077	-62%	3,362	3,430	3,633	3,896
Ratios rentabilidad							
ROA	-4%	1%		1%	3%	3%	
ROE	-15%	4%		5%	12%	11%	
EBITDA/Ventas	14%	23%		16%	17%	22%	
Datos financieros destacados							
Deudas financieras CP	9,356	8,239	14%	5,632	4,237	3,851	4,623
Deudas financieras LP	21,219	18,287	16%	11,389	12,341	10,408	10,060
(Menos) Efectivo y equivalentes	3,897	265	1372%	1,007	1,049	598	703
(Menos) Inversiones temporarias	18	15	23%	17	17	19	19
Deuda neta	26,660	26,246	2%	15,998	15,512	13,642	13,962
Patrimonio	13,050	11,072	18%	11,408	9,612	7,916	7,646
Ratios liquidez y capital de trabajo							
Activo corriente/Pasivo corriente	41%	18%		29%	26%	20%	22%
Capital de trabajo (AC - PC)	(8,691)	(11,276)		(8,667)	(7,944)	(7,800)	(7,923)
CCC	42	26		25	20	22	
CCI	6	5		5	5	6	
CCP	67	51		52	52	61	
Ciclo de Conversión de Caja	(18)	(20)		(23)	(27)	(33)	
Ratios Endeudamiento							
Pasivos/Activos	74%	75%		68%	71%	73%	
Pasivos/Patrimonio	283%	297%		215%	250%	265%	

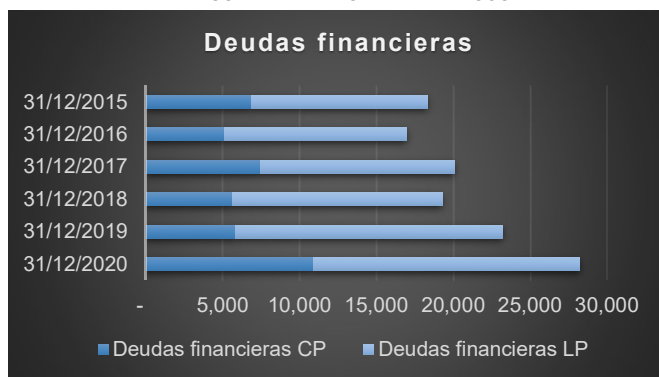


3.3 China Eastern Airlines

China Eastern Airlines. Aerolínea con base en Shanghai, China. Es una de las mayores aerolíneas chinas que opera vuelos internacionales, nacionales y regionales. Su base de operaciones principal es el Aeropuerto Internacional de Shanghai-Pudong.

Expresado en millones de USD

Información financiera relevante	31/12/2020	31/12/2019	Variación 2020-2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
Ingresos y resultados							
INGRESOS	9,876	18,355	-46%	17,718	16,899	15,029	15,292
<i>Pasajeros</i>	<i>7,544</i>	<i>15,810</i>	<i>-52%</i>	<i>15,164</i>	<i>14,072</i>	<i>12,034</i>	<i>12,878</i>
EGRESOS OPERATIVOS	(11,998)	(16,911)	-29%	(16,364)	(15,449)	(13,231)	(13,347)
COSTOS FINANCIEROS	(799)	(882)	-9%	(838)	(489)	(903)	(1,106)
GANANCIA/(PÉRDIDA) NETA	(1,926)	498	-486%	426	1,047	713	777
EBITDA	1,290	4,605	-72%	3,580	3,597	3,548	3,559
Ratios rentabilidad							
ROA	-5%	1%		1%	3%	2%	
ROE	-20%	5%		5%	13%	10%	
EBITDA/Ventas	13%	25%		20%	21%	24%	
Datos financieros destacados							
Deudas financieras CP	10,918	5,845	87%	5,615	7,428	5,081	6,829
Deudas financieras LP	17,311	17,367	0%	13,656	12,654	11,877	11,524
(Menos) Efectivo y equivalentes	1,173	193	507%	94	708	244	1,399
(Menos) Inversiones temporarias	2	1	114%	2	8	6	5
Deuda neta	27,054	23,018	18%	19,174	19,366	16,708	16,949
Patrimonio	9,068	10,402	-13%	8,956	9,033	7,540	6,153
Ratios liquidez y capital de trabajo							
Activo corriente/Pasivo corriente	23%	25%		22%	23%	23%	31%
Capital de trabajo (AC - PC)	(11,851)	(8,393)		(8,306)	(9,534)	(7,515)	(7,906)
CCC	8	5		6	8	10	
CCI	10	7		7	8	9	
CCP	146	110		107	108	123	
Ciclo de Conversión de Caja	(129)	(99)		(94)	(92)	(104)	
Ratios Endeudamiento							
Pasivos/Activos	79%	75%		74%	74%	75%	
Pasivos/Patrimonio	381%	293%		288%	291%	305%	

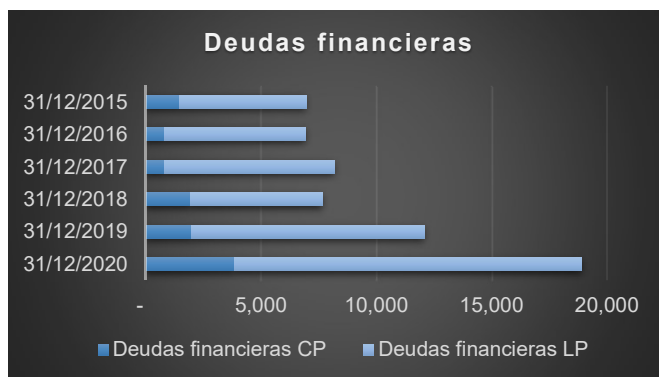
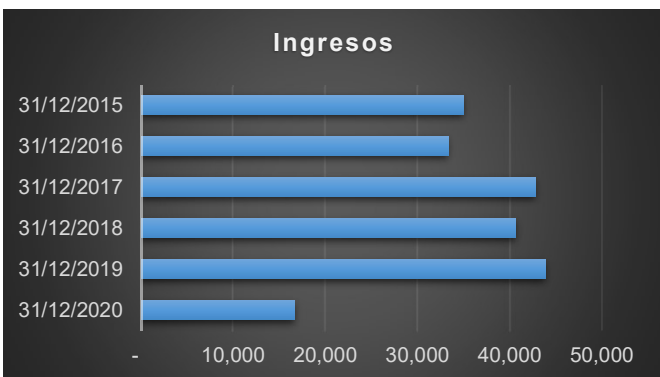


3.4 Lufthansa

Lufthansa. Compañía aérea más grande de Alemania con sede en Colonia, Renania del Norte-Westfalia. Fue fundada en Colonia en 1953, aunque tiene antecedentes desde 1926. Fue galardonada en 2010 con el premio de Mejor Aerolínea de Europa en los World Airline Award.

Expresado en millones de USD

Información financiera relevante	31/12/2020	31/12/2019	Variación 2020-2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
Ingresos y resultados							
INGRESOS	16,704	43,836	-62%	40,649	42,743	33,330	34,984
<i>Pasajeros</i>	<i>7,968</i>	<i>31,072</i>	<i>-74%</i>	<i>32,141</i>	<i>34,117</i>	<i>23,430</i>	<i>24,877</i>
EGRESOS OPERATIVOS	(27,964)	(44,901)	-38%	(40,134)	(42,231)	(33,424)	(36,600)
COSTOS FINANCIEROS	(513)	(474)	8%	(242)	(448)	(297)	(389)
GANANCIA/(PÉRDIDA) NETA	(8,317)	1,498	-655%	2,512	2,852	1,898	1,879
EBITDA	(5,866)	2,276	-358%	3,038	3,373	1,769	256
Ratios rentabilidad							
ROA	-17%	3%		6%	7%	5%	
ROE	-118%	13%		23%	31%	27%	
EBITDA/Ventas	-35%	5%		7%	8%	5%	
Datos financieros destacados							
Deudas financieras CP	3,830	1,967	95%	1,918	807	804	1,461
Deudas financieras LP	15,060	10,105	49%	5,728	7,379	6,118	5,491
(Menos) Efectivo y equivalentes	2,220	1,703	30%	1,716	1,678	1,322	1,199
(Menos) Inversiones temporarias	-	-		-	-	-	-
Deuda neta	16,670	10,368	61%	5,930	6,508	5,600	5,753
Patrimonio	1,705	12,343	-86%	10,949	10,943	7,526	6,379
Ratios liquidez y capital de trabajo							
Activo corriente/Pasivo corriente	68%	71%		66%	87%	93%	72%
Capital de trabajo (AC - PC)	(5,678)	(5,658)		(6,360)	(1,933)	(859)	(3,821)
CCC	115	56		58	48	53	
CCI	14	9		10	8	9	
CCP	162	115		112	82	91	
Ciclo de Conversión de Caja	(34)	(50)		(44)	(26)	(29)	
Ratios Endeudamiento							
Pasivos/Activos	96%	76%		75%	75%	79%	
Pasivos/Patrimonio	2747%	316%		299%	293%	385%	

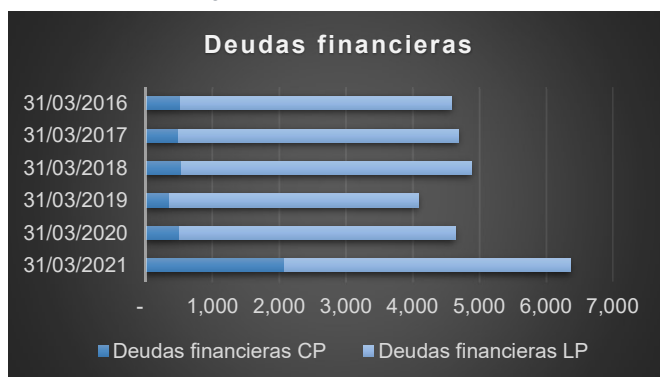


3.5 RyanAir

Ryanair es la aerolínea irlandesa de bajo costo con sede social en Dublín, Irlanda. Fue fundada en 1985 por Tony Ryan. Es la aerolínea de bajo coste que realiza más viajes en Europa, teniendo actualmente más de 2000 rutas.

Expresado en millones de USD

Información financiera relevante	31/03/2021	31/03/2020	Variación 2021-2020	31/03/2019	31/03/2018	31/03/2017	31/03/2016
Ingresos y resultados							
INGRESOS	1,919	9,354	-79%	8,636	8,797	7,096	7,443
<i>Pasajeros</i>	919	4,633	-80%	4,462	4,775	3,928	4,276
EGRESOS OPERATIVOS	(2,904)	(8,112)	-64%	(7,495)	(6,746)	(5,458)	(5,298)
COSTOS FINANCIEROS	(349)	(529)	-34%	(66)	(74)	(72)	(81)
GANANCIA/(PÉRDIDA) NETA	(1,191)	714	-267%	993	1,784	1,405	1,896
EBITDA	(315)	2,066	-115%	1,859	2,741	2,168	2,631
Ratios rentabilidad							
ROA	-8%	5%		7%	13%	11%	
ROE	-22%	13%		17%	35%	32%	
EBITDA/Ventas	-16%	22%		22%	31%	31%	
Datos financieros destacados							
Deudas financieras CP	2,086	504	314%	347	535	487	512
Deudas financieras LP	4,280	4,133	4%	3,742	4,340	4,193	4,069
(Menos) Efectivo y equivalentes	3,109	2,826	10%	1,880	1,864	1,306	1,434
(Menos) Inversiones temporarias	586	1,367	-57%	1,705	2,663	3,113	3,502
Deuda neta	2,670	444	502%	504	348	261	(355)
Patrimonio	5,451	5,411	1%	5,851	5,497	4,721	4,096
Ratios liquidez y capital de trabajo							
Activo corriente/Pasivo corriente	98%	82%		93%	123%	156%	143%
Capital de trabajo (AC - PC)	(80)	(1,117)		(328)	955	1,808	1,653
CCC	9	3		3	3	3	
CCI	0	0		0	0	0	
CCP	396	189		180	165	180	
Ciclo de Conversión de Caja	(387)	(186)		(177)	(162)	(177)	
Ratios Endeudamiento							
Pasivos/Activos	62%	67%		61%	64%	63%	
Pasivos/Patrimonio	165%	200%		154%	177%	171%	

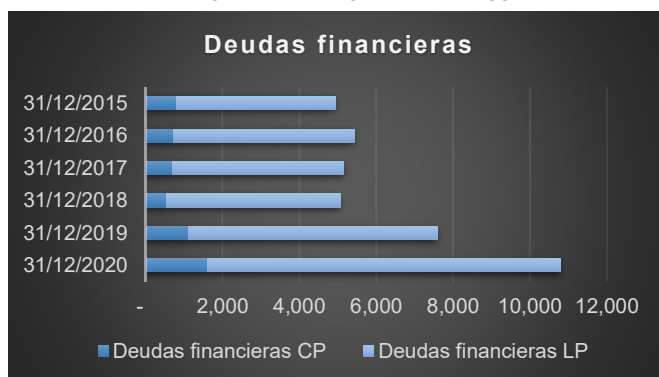


3.6 British Airways

British Airways es la aerolínea bandera del Reino Unido con sede en Waterside, cerca de su principal base de operaciones ubicada en el aeropuerto de Londres-Heathrow. Se formó el 31 de marzo de 1974, tras la disolución de otras cuatro compañías.

Expresado en millones de USD

Información financiera relevante	31/12/2020	31/12/2019	Variación 2020-2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
Ingresos y resultados							
INGRESOS	4,918	15,995	-69%	14,828	14,742	11,999	12,368
<i>Pasajeros</i>	<i>3,557</i>	<i>14,320</i>	<i>-75%</i>	<i>13,226</i>	<i>13,215</i>	<i>10,839</i>	<i>11,092</i>
EGRESOS OPERATIVOS	(7,733)	(13,693)	-44%	(12,545)	(12,624)	(10,331)	(10,939)
COSTOS FINANCIEROS	(331)	(264)	25%	(133)	(127)	(153)	(160)
GANANCIA/(PÉRDIDA) NETA	(4,289)	1,335	-421%	1,941	1,774	1,441	2,737
EBITDA	(1,492)	3,632	-141%	3,182	3,020	2,464	2,260
Ratios rentabilidad							
ROA	-20%	6%		10%	10%	8%	
ROE	-96%	20%		29%	32%	30%	
EBITDA/Ventas	-30%	23%		21%	20%	21%	
Datos financieros destacados							
Deudas financieras CP	1,610	1,122	44%	541	687	716	795
Deudas financieras LP	9,191	6,472	42%	4,521	4,464	4,706	4,127
(Menos) Efectivo y equivalentes	1,550	1,514	2%	1,518	1,148	1,126	925
(Menos) Inversiones temporarias	-	1,601	-100%	1,344	2,210	1,500	1,309
Deuda neta	9,251	4,479	107%	2,200	1,792	2,795	2,688
Patrimonio	1,926	6,989	-72%	6,481	6,755	4,465	5,018
Ratios liquidez y capital de trabajo							
Activo corriente/Pasivo corriente	36%	74%		73%	82%	76%	60%
Capital de trabajo (AC - PC)	(4,558)	(2,010)		(1,774)	(1,165)	(1,330)	(2,510)
CCC	70	28		24	21	20	
CCI	7	5		5	4	5	
CCP	96	63		66	60	63	
Ciclo de Conversión de Caja	(19)	(29)		(37)	(35)	(38)	
Ratios Endeudamiento							
Pasivos/Activos	90%	69%		66%	66%	74%	
Pasivos/Patrimonio	926%	222%		194%	191%	288%	

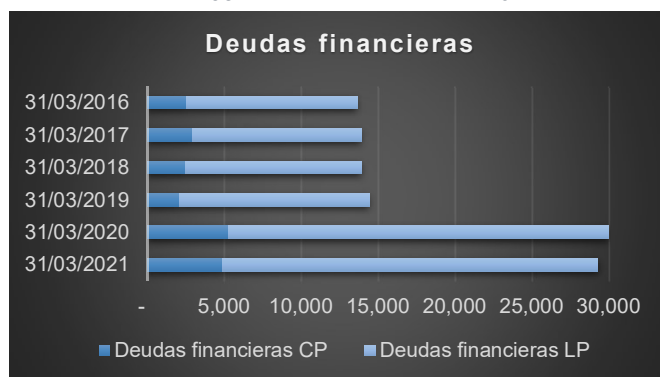
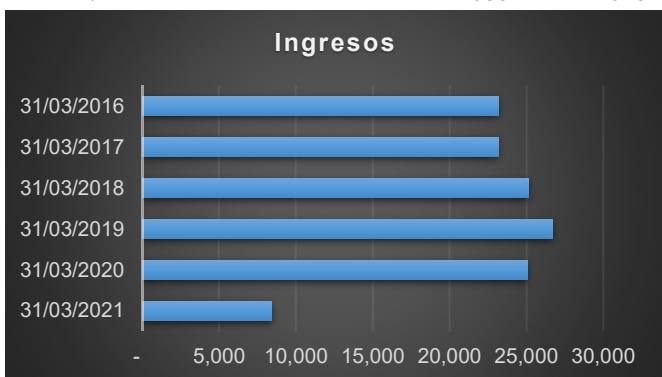


3.7 Emirates

Emirates es una de las dos aerolíneas de bandera de los Emiratos Árabes Unidos. Con sede en Garhoud, Dubai, la aerolínea es una subsidiaria de The Emirates Group, que es propiedad del gobierno de Dubai, prestando servicios en 155 aeropuertos en 81 países.

Expresado en millones de USD

Información financiera relevante	31/03/2021	31/03/2020	Variación 2021-2020	31/03/2019	31/03/2018	31/03/2017	31/03/2016
Ingresos y resultados							
INGRESOS	8,427	25,060	-66%	26,678	25,156	23,183	23,173
<i>Pasajeros</i>	<i>3,001</i>	<i>20,596</i>	<i>-85%</i>	<i>21,407</i>	<i>20,235</i>	<i>18,637</i>	<i>18,537</i>
EGRESOS OPERATIVOS	(12,520)	(23,314)	-46%	(25,956)	(24,043)	(22,520)	(20,903)
COSTOS FINANCIEROS	(1,230)	(1,461)	-16%	(592)	(434)	(377)	(362)
GANANCIA/(PÉRDIDA) NETA	(5,534)	324	-1810%	281	812	395	1,994
EBITDA	1,265	7,044	-82%	6,533	6,804	5,790	6,653
Ratios rentabilidad							
ROA	-13%	1%		1%	2%	1%	
ROE	-93%	4%		3%	8%	4%	
EBITDA/Ventas	15%	28%		24%	27%	25%	
Datos financieros destacados							
Deudas financieras CP	4,888	5,294	-8%	2,072	2,460	2,951	2,523
Deudas financieras LP	24,424	24,722	-1%	12,380	11,463	10,946	11,129
(Menos) Efectivo y equivalentes	1,102	2,243	-51%	1,380	1,546	2,442	3,315
(Menos) Inversiones temporarias	3,014	3,274	-8%	3,263	4,018	1,827	2,132
Deuda neta	25,196	24,498	3%	9,810	8,360	9,628	8,206
Patrimonio	5,490	6,427	-15%	10,284	10,094	9,562	8,830
Ratios liquidez y capital de trabajo							
Activo corriente/Pasivo corriente	64%	57%		83%	82%	73%	82%
Capital de trabajo (AC - PC)	(3,492)	(5,773)		(1,785)	(2,032)	(2,874)	(1,934)
CCC	56	31		40	41	41	
CCI	20	11		9	10	10	
CCP	92	85		107	113	114	
Ciclo de Conversión de Caja	(16)	(43)		(58)	(62)	(63)	
Ratios Endeudamiento							
Pasivos/Activos	87%	86%		70%	71%	71%	
Pasivos/Patrimonio	653%	629%		238%	244%	246%	

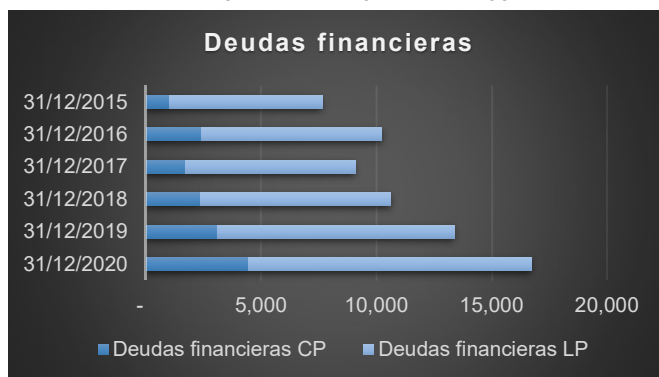


3.8 Turkish Airlines

Establecida en 1933, Turkish Airlines es la aerolínea nacional de Turquía con base en Estambul. El campo de actividad es el transporte de pasajero y carga tanto nacional como internacional.

Expresado en millones de USD

Información financiera relevante	31/12/2020	31/12/2019	Variación 2020-2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
Ingresos y resultados							
INGRESOS	6,734	13,229	-49%	12,855	10,958	9,792	10,522
<i>Pasajeros</i>	<i>3,792</i>	<i>11,167</i>	<i>-66%</i>	<i>10,918</i>	<i>9,403</i>	<i>8,590</i>	<i>9,368</i>
EGRESOS OPERATIVOS	(6,989)	(12,353)	-43%	(11,664)	(9,936)	(10,083)	(9,627)
COSTOS FINANCIEROS	(835)	(310)	169%	(588)	(1,078)	(229)	(201)
GANANCIA/(PÉRDIDA) NETA	(836)	788	-206%	753	223	(77)	1,069
EBITDA	1,866	3,107	-40%	3,349	3,016	1,628	2,580
Ratios rentabilidad							
ROA	-3%	3%		4%	1%	0%	
ROE	-14%	12%		13%	4%	-2%	
EBITDA/Ventas	28%	23%		26%	28%	17%	
Datos financieros destacados							
Deudas financieras CP	4,441	3,106	43%	2,369	1,727	2,421	1,013
Deudas financieras LP	12,260	10,266	19%	8,239	7,339	7,822	6,636
(Menos) Efectivo y equivalentes	1,811	2,075	-13%	1,636	1,891	1,466	900
(Menos) Inversiones temporarias	18	400	-96%	519	195	349	62
Deuda neta	14,872	10,897	36%	8,453	6,980	8,428	6,687
Patrimonio	5,383	6,864	-22%	5,945	5,346	5,087	4,842
Ratios liquidez y capital de trabajo							
Activo corriente/Pasivo corriente	65%	80%		87%	85%	80%	81%
Capital de trabajo (AC - PC)	(2,276)	(1,194)		(674)	(666)	(896)	(725)
CCC	91	47		38	36	55	
CCI	16	7		6	8	8	
CCP	63	40		38	36	31	
Ciclo de Conversión de Caja	43	14		6	7	32	
Ratios Endeudamiento							
Pasivos/Activos	79%	72%		71%	71%	72%	
Pasivos/Patrimonio	374%	260%		249%	240%	263%	



3.9 Air Canada

Air Canada es la aerolínea nacional de Canadá con centro de operaciones ubicado en el Aeropuerto Internacional Pierre Elliott Trudeau de Montreal, Quebec, Canadá. Fue fundada el 10 de abril de 1936. Proporciona tanto servicios aéreos programados como chárter, transportando pasajeros y carga a cerca de 240 destinos.

Expresado en millones de USD

Información financiera relevante	31/12/2020	31/12/2019	Variación 2020-2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
Ingresos y resultados							
INGRESOS	7,446	24,978	-70%	24,568	20,370	19,701	19,254
<i>Pasajeros</i>	5,594	22,499	-75%	22,054	18,291	17,649	17,243
EGRESOS OPERATIVOS	(12,266)	(22,824)	-46%	(22,526)	(18,652)	(17,896)	(17,177)
COSTOS FINANCIEROS	(837)	(672)	25%	(774)	(390)	(502)	(540)
GANANCIA/(PÉRDIDA) NETA	(5,932)	1,927	-408%	50	2,543	1,176	428
EBITDA	(2,460)	4,747	-152%	4,385	2,917	2,901	2,986
Ratios rentabilidad							
ROA	-16%	6%		0%	12%	6%	
ROE	-150%	38%		1%	86%	139%	
EBITDA/Ventas	-33%	19%		18%	14%	15%	
Datos financieros destacados							
Deudas financieras CP	2,282	1,590	44%	1,430	841	949	727
Deudas financieras LP	14,299	10,477	36%	12,109	6,829	7,934	8,150
(Menos) Efectivo y equivalentes	4,670	2,729	71%	860	805	1,056	794
(Menos) Inversiones temporarias	5,041	5,165	-2%	5,783	4,149	3,111	3,042
Deuda neta	6,870	4,173	65%	6,896	2,716	4,715	5,041
Patrimonio	2,189	5,745	-62%	4,472	4,289	1,636	56
Ratios liquidez y capital de trabajo							
Activo corriente/Pasivo corriente	121%	97%		111%	106%	98%	108%
Capital de trabajo (AC - PC)	1,956	(338)		853	371	(103)	411
CCC	50	17		16	18	17	
CCI	7	5		5	5	5	
CCP	95	46		41	46	44	
Ciclo de Conversión de Caja	(37)	(25)		(21)	(23)	(21)	
Ratios Endeudamiento							
Pasivos/Activos	94%	84%		85%	81%	92%	
Pasivos/Patrimonio	1586%	531%		568%	420%	1140%	

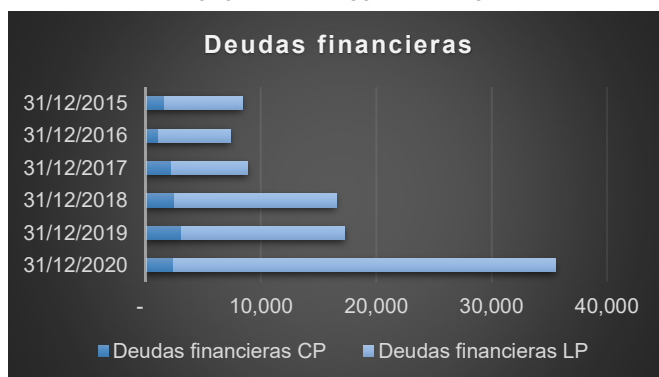
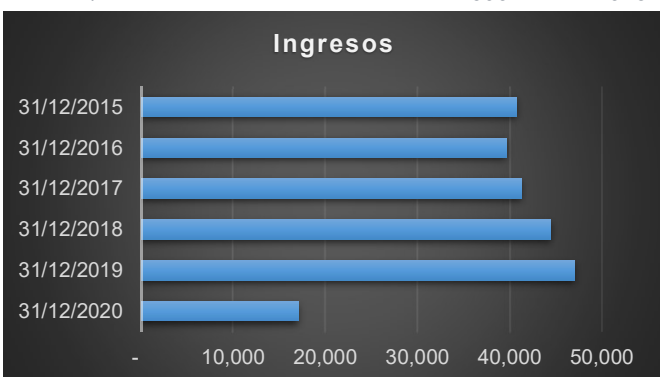


3.10 Delta Airlines

Delta Air Lines. Aerolínea comercial estadounidense con base en Atlanta, Georgia y su sede principal es el Aeropuerto Internacional Hartsfield-Jackson, en Atlanta. Es la aerolínea estadounidense más grande en vuelos transatlánticos.

Expresado en millones de USD

Información financiera relevante	31/12/2020	31/12/2019	Variación 2020-2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
Ingresos y resultados							
INGRESOS	17,095	47,007	-64%	44,438	41,244	39,639	40,704
<i>Pasajeros</i>	<i>12,883</i>	<i>42,277</i>	<i>-70%</i>	<i>39,755</i>	<i>34,819</i>	<i>33,777</i>	<i>34,782</i>
EGRESOS OPERATIVOS	(29,564)	(40,389)	-27%	(39,174)	(35,130)	(32,687)	(32,902)
COSTOS FINANCIEROS	(105)	119	-188%	38	-	-	-
GANANCIA/(PÉRDIDA) NETA	(12,385)	4,767	-360%	3,935	3,577	4,373	4,526
EBITDA	(10,157)	9,199	-210%	7,593	8,349	8,854	9,637
Ratios rentabilidad							
ROA	-18%	8%		7%	7%	8%	
ROE	-146%	33%		29%	27%	38%	
EBITDA/Ventas	-59%	20%		17%	20%	22%	
Datos financieros destacados							
Deudas financieras CP	2,410	3,088	-22%	2,473	2,242	1,131	1,563
Deudas financieras LP	33,138	14,167	134%	14,054	6,592	6,201	6,766
(Menos) Efectivo y equivalentes	8,307	2,882	188%	1,565	1,814	2,762	1,972
(Menos) Inversiones temporarias	5,789	-		-	-	-	-
Deuda neta	21,452	14,373	49%	14,962	7,020	4,570	6,357
Patrimonio	1,534	15,440	-90%	13,687	13,910	12,287	10,850
Ratios liquidez y capital de trabajo							
Activo corriente/Pasivo corriente	109%	41%		34%	42%	49%	52%
Capital de trabajo (AC - PC)	1,477	(11,955)		(12,238)	(10,729)	(7,788)	(8,470)
CCC	45	20		19	20	19	
CCI	12	10		11	12	9	
CCP	141	112		115	121	117	
Ciclo de Conversión de Caja	(84)	(82)		(84)	(89)	(90)	
Ratios Endeudamiento							
Pasivos/Activos	98%	76%		77%	74%	76%	
Pasivos/Patrimonio	4593%	318%		340%	283%	317%	

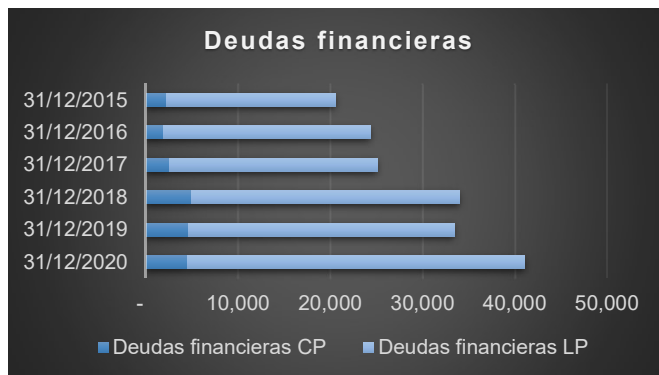


3.11 American Airlines

American Airlines, es una aerolínea estadounidense con sede en Fort Worth, Texas. Opera vuelos programados en una extensa red rutas nacionales e internacionales en América del Norte, el Caribe, América Central, América del Sur, Europa, Asia y Oceanía.

Expresado en millones de USD

Información financiera relevante	31/12/2020	31/12/2019	Variación 2020-2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
Ingresos y resultados							
INGRESOS	17,337	45,768	-62%	44,541	42,207	40,180	40,990
<i>Pasajeros</i>	<i>14,518</i>	<i>42,010</i>	<i>-65%</i>	<i>40,676</i>	<i>36,133</i>	<i>34,579</i>	<i>35,512</i>
EGRESOS OPERATIVOS	(27,758)	(42,703)	-35%	(41,885)	(38,149)	(34,896)	(34,786)
COSTOS FINANCIEROS	(1,227)	(1,095)	12%	(1,056)	(1,053)	(991)	(880)
GANANCIA/(PÉRDIDA) NETA	(8,885)	1,686	-627%	1,412	1,919	2,676	7,610
EBITDA	(8,381)	5,047	-266%	4,495	5,760	6,809	7,568
Ratios rentabilidad							
ROA	-15%	3%		3%	4%	5%	
ROE	254%	-1175%		75%	50%	57%	
EBITDA/Ventas	-48%	11%		10%	14%	17%	
Datos financieros destacados							
Deudas financieras CP	4,448	4,569	-3%	4,948	2,554	1,855	2,231
Deudas financieras LP	36,573	28,875	27%	29,081	22,511	22,489	18,330
(Menos) Efectivo y equivalentes	245	280	-13%	275	295	322	390
(Menos) Inversiones temporarias	7,228	3,704	95%	4,639	5,089	6,675	6,559
Deuda neta	33,548	29,460	14%	29,115	19,681	17,347	13,612
Patrimonio	(6,867)	(118)	5719%	(169)	3,926	3,785	5,635
Ratios liquidez y capital de trabajo							
Activo corriente/Pasivo corriente	67%	45%		48%	61%	74%	73%
Capital de trabajo (AC - PC)	(5,474)	(10,105)		(9,459)	(5,818)	(3,548)	(3,620)
CCC	33	14		14	14	14	
CCI	23	14		13	12	10	
CCP	106	68		65	69	71	
Ciclo de Conversión de Caja	(50)	(40)		(38)	(42)	(47)	
Ratios Endeudamiento							
Pasivos/Activos	111%	100%		100%	92%	93%	
Pasivos/Patrimonio	-1003%	-50943%		-35946%	1209%	1255%	

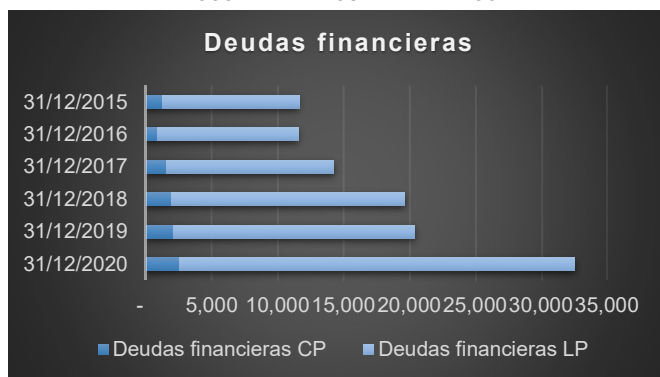


3.12 United Airlines

United Airlines es una aerolínea estadounidense con sede en Chicago, Illinois. Transporta personas y carga a través de América del Norte y a destinos en Asia, Europa, África, el Pacífico, Medio Oriente y América Latina.

Expresado en millones de USD

Información financiera relevante	31/12/2020	31/12/2019	Variación 2020-2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
Ingresos y resultados							
INGRESOS	15,355	43,259	-65%	41,303	37,736	36,556	37,864
<i>Pasajeros</i>	<i>11,805</i>	<i>39,625</i>	<i>-70%</i>	<i>37,706</i>	<i>32,404</i>	<i>31,457</i>	<i>32,785</i>
EGRESOS OPERATIVOS	(21,714)	(38,958)	-44%	(38,074)	(34,238)	(32,218)	(32,698)
COSTOS FINANCIEROS	(1,063)	(731)	45%	(670)	(643)	(614)	(669)
GANANCIA/(PÉRDIDA) NETA	(7,069)	3,009	-335%	2,122	2,131	2,263	7,340
EBITDA	(3,871)	6,589	-159%	5,394	5,647	6,315	6,985
Ratios rentabilidad							
ROA	-13%	6%		5%	5%	6%	
ROE	-81%	28%		23%	24%	26%	
EBITDA/Ventas	-25%	15%		13%	15%	17%	
Datos financieros destacados							
Deudas financieras CP	2,523	2,093	21%	1,949	1,565	849	1,224
Deudas financieras LP	30,046	18,311	64%	17,715	12,699	10,740	10,400
(Menos) Efectivo y equivalentes	11,269	2,762	308%	1,694	1,482	2,179	3,006
(Menos) Inversiones temporarias	669	2,182	-69%	2,256	2,316	2,249	2,190
Deuda neta	20,631	15,460	33%	15,714	10,466	7,161	6,428
Patrimonio	5,960	11,531	-48%	10,042	8,806	8,659	8,966
Ratios liquidez y capital de trabajo							
Activo corriente/Pasivo corriente	116%	55%		51%	56%	59%	63%
Capital de trabajo (AC - PC)	2,075	(6,744)		(6,745)	(5,563)	(4,977)	(4,586)
CCC	32	12		12	12	12	
CCI	17	10		9	10	9	
CCP	153	88		82	87	91	
Ciclo de Conversión de Caja	(104)	(66)		(61)	(66)	(71)	
Ratios Endeudamiento							
Pasivos/Activos	90%	78%		80%	79%	78%	
Pasivos/Patrimonio	899%	356%		388%	381%	364%	

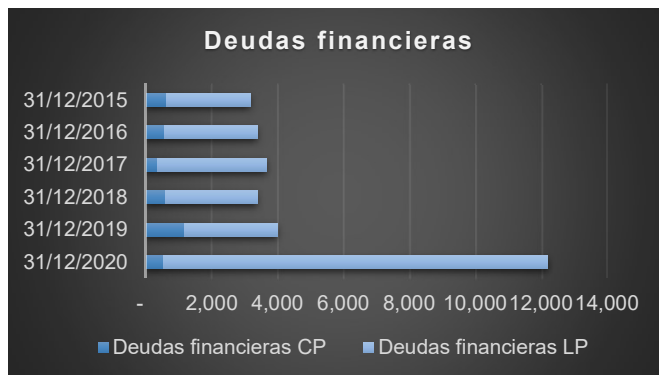


3.13 Southwest Airlines

Southwest Airlines es una de las principales aerolínea de pasajeros de bajo costo que ofrece transporte aéreo en los Estados Unidos y algunos destinos internacionales con sede en Dallas, Texas.

Expresado en millones de USD

Información financiera relevante	31/12/2020	31/12/2019	Variación 2020-2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
Ingresos y resultados							
INGRESOS	9,048	22,428	-60%	21,965	21,146	20,425	19,820
<i>Pasajeros</i>	7,665	20,776	-63%	20,455	19,763	18,594	18,299
EGRESOS OPERATIVOS	(12,864)	(19,471)	-34%	(18,759)	(17,739)	(16,665)	(15,704)
COSTOS FINANCIEROS	(349)	(118)	196%	(131)	(114)	(122)	(121)
GANANCIA/(PÉRDIDA) NETA	(3,074)	2,300	-234%	2,465	3,357	2,244	2,181
EBITDA	(2,561)	4,176	-161%	4,407	4,625	4,981	5,131
Ratios rentabilidad							
ROA	-10%	9%		10%	14%	10%	
ROE	-33%	23%		25%	37%	28%	
EBITDA/Ventas	-28%	19%		20%	22%	24%	
Datos financieros destacados							
Deudas financieras CP	526	1,172	-55%	606	348	566	637
Deudas financieras LP	11,673	2,824	313%	2,771	3,320	2,821	2,541
(Menos) Efectivo y equivalentes	11,063	2,548	334%	1,854	1,495	1,680	1,583
(Menos) Inversiones temporarias	2,271	1,524	49%	1,835	1,778	1,625	1,468
Deuda neta	(1,135)	(76)	1393%	(312)	395	82	127
Patrimonio	8,876	9,832	-10%	9,853	9,641	8,441	7,358
Ratios liquidez y capital de trabajo							
Activo corriente/Pasivo corriente	202%	67%		64%	70%	66%	54%
Capital de trabajo (AC - PC)	7,667	(2,978)		(2,877)	(2,048)	(2,346)	(3,382)
CCC	45	13		10	10	9	
CCI	13	9		9	8	7	
CCP	209	141		134	132	143	
Ciclo de Conversión de Caja	(151)	(119)		(116)	(113)	(127)	
Ratios Endeudamiento							
Pasivos/Activos	74%	62%		62%	62%	64%	
Pasivos/Patrimonio	290%	163%		166%	160%	176%	

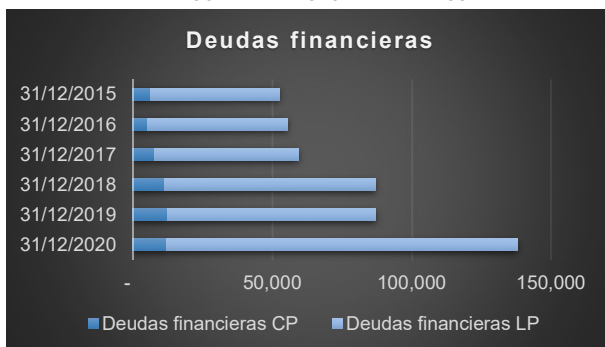


3.14 Consolidado Norteamérica

Los datos consolidados de la región norteamérica está conformado por los estados financieros de las siguientes aerolíneas: American Airlines, Southwest Airlines, United Airlines, Delta Airlines y Air Canada.

Expresado en millones de USD

Información financiera relevante	31/12/2020	31/12/2019	Variación 2020-2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
Ingresos y resultados							
INGRESOS	66,281	183,440	-64%	176,815	162,703	156,501	158,632
<i>Pasajeros</i>	<i>52,465</i>	<i>167,187</i>	<i>-69%</i>	<i>160,646</i>	<i>141,410</i>	<i>136,056</i>	<i>138,621</i>
EGRESOS OPERATIVOS	(104,166)	(164,345)	-37%	(160,418)	(143,908)	(134,362)	(133,267)
COSTOS FINANCIEROS	(3,581)	(2,497)	43%	(2,593)	(2,200)	(2,229)	(2,210)
GANANCIA/(PÉRDIDA) NETA	(37,345)	13,689	-373%	9,984	13,527	12,732	22,085
EBITDA	(29,889)	29,254	-202%	25,841	27,536	30,421	33,460
Ratios rentabilidad							
ROA	-15%	6%		5%	7%	7%	
ROE	-138%	34%		25%	36%	38%	
EBITDA/Ventas	-45%	16%		15%	17%	19%	
Datos financieros destacados							
Deudas financieras CP	12,189	12,512	-3%	11,406	7,550	5,350	6,382
Deudas financieras LP	125,729	74,654	68%	75,730	51,951	50,185	46,187
(Menos) Efectivo y equivalentes	35,554	11,201	217%	6,248	5,891	7,999	7,745
(Menos) Inversiones temporarias	20,998	12,575	67%	14,513	13,332	13,660	13,259
Deuda neta	81,366	63,390	28%	66,375	40,278	33,875	31,565
Patrimonio	11,692	42,430	-72%	37,885	40,572	34,808	32,865
Ratios liquidez y capital de trabajo							
Activo corriente/Pasivo corriente	112%	56%		54%	60%	65%	65%
Capital de trabajo (AC - PC)	7,701	(32,120)		(30,466)	(23,787)	(18,762)	(19,647)
CCC	39	15		15	15	14	
CCI	16	10		10	10	9	
CCP	137	89		86	91	92	
Ciclo de Conversión de Caja	(82)	(64)		(61)	(66)	(69)	
Ratios Endeudamiento							
Pasivos/Activos	96%	82%		83%	79%	81%	
Pasivos/Patrimonio	2167%	464%		496%	379%	435%	

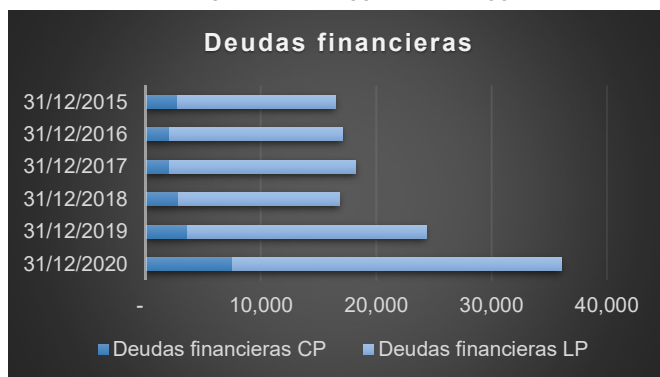


3.15 Consolidado Europa

Los datos consolidados de la región norteamérica está conformado por los estados financieros de las siguientes aerolíneas: Lufthansa, British Airways y RyanAir.

Expresado en millones de USD

Información financiera relevante	31/12/2020	31/12/2019	Variación 2020-2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
Ingresos y resultados							
INGRESOS	23,541	69,184	-66%	64,113	66,281	52,425	54,795
<i>Pasajeros</i>	<i>12,444</i>	<i>50,026</i>	<i>-75%</i>	<i>49,829</i>	<i>52,107</i>	<i>38,197</i>	<i>40,246</i>
EGRESOS OPERATIVOS	(38,601)	(66,707)	-42%	(60,174)	(61,601)	(49,213)	(52,836)
COSTOS FINANCIEROS	(1,192)	(1,266)	-6%	(441)	(649)	(521)	(630)
GANANCIA/(PÉRDIDA) NETA	(13,796)	3,547	-489%	5,445	6,410	4,744	6,512
EBITDA	(13,842)	4,162	-433%	5,480	6,288	4,480	3,082
Ratios rentabilidad							
ROA	-16%	4%		7%	9%	7%	
ROE	-82%	15%		23%	32%	29%	
EBITDA/Ventas	-59%	6%		9%	9%	9%	
Datos financieros destacados							
Deudas financieras CP	7,527	3,592	110%	2,806	2,029	2,007	2,768
Deudas financieras LP	28,531	20,710	38%	13,990	16,183	15,017	13,687
(Menos) Efectivo y equivalentes	6,879	6,043	14%	5,113	4,690	3,755	3,559
(Menos) Inversiones temporarias	586	2,968	-80%	3,048	4,874	4,613	4,811
Deuda neta	28,592	15,292	87%	8,635	8,648	8,655	8,086
Patrimonio	9,082	24,743	-63%	23,281	23,196	16,712	15,493
Ratios liquidez y capital de trabajo							
Activo corriente/Pasivo corriente	65%	73%		72%	92%	98%	80%
Capital de trabajo (AC - PC)	(10,316)	(8,784)		(8,462)	(2,144)	(380)	(4,677)
CCC	97	43		43	36	39	
CCI	11	7		8	7	7	
CCP	166	113		111	87	95	
Ciclo de Conversión de Caja	(58)	(64)		(60)	(44)	(49)	
Ratios Endeudamiento							
Pasivos/Activos	89%	73%		70%	70%	75%	
Pasivos/Patrimonio	811%	264%		234%	235%	299%	

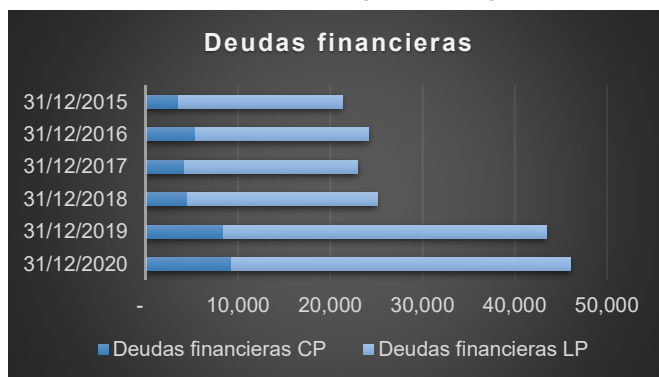


3.16 Consolidado Medio Oriente

Los datos consolidados de la región norteamérica está conformado por los estados financieros de las siguientes aerolíneas: Turkish Airlines y Emirates Airlines.

Expresado en millones de USD

Información financiera relevante	31/12/2020	31/12/2019	Variación 2020-2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
Ingresos y resultados							
INGRESOS	15,161	38,289	-60%	39,533	36,114	32,975	33,695
<i>Pasajeros</i>	6,793	31,763	-79%	32,325	29,638	27,227	27,905
EGRESOS OPERATIVOS	(19,509)	(35,667)	-45%	(37,620)	(33,979)	(32,603)	(30,530)
COSTOS FINANCIEROS	(2,065)	(1,771)	17%	(1,180)	(1,512)	(606)	(563)
GANANCIA/(PÉRDIDA) NETA	(6,370)	1,112	-673%	1,034	1,035	318	3,063
EBITDA	(4,293)	2,686	-260%	2,051	2,171	458	3,196
Ratios rentabilidad							
ROA	-9%	2%		2%	2%	1%	
ROE	-53%	8%		7%	7%	2%	
EBITDA/Ventas	-28%	7%		5%	6%	1%	
Datos financieros destacados							
Deudas financieras CP	9,329	8,400	11%	4,441	4,187	5,372	3,536
Deudas financieras LP	36,684	34,988	5%	20,619	18,802	18,768	17,765
(Menos) Efectivo y equivalentes	2,913	4,318	-33%	3,016	3,437	3,908	4,215
(Menos) Inversiones temporarias	3,032	3,674	-17%	3,782	4,213	2,176	2,194
Deuda neta	40,068	35,395	13%	18,263	15,340	18,056	14,893
Patrimonio	10,873	13,291	-18%	16,229	15,440	14,649	13,672
Ratios liquidez y capital de trabajo							
Activo corriente/Pasivo corriente	64%	64%		84%	83%	75%	81%
Capital de trabajo (AC - PC)	(5,768)	(6,967)		(2,459)	(2,698)	(3,770)	(2,659)
CCC	72	36		39	39	45	
CCI	18	10		8	9	9	
CCP	82	69		86	90	89	
Ciclo de Conversión de Caja	9	(23)		(38)	(42)	(34)	
Ratios Endeudamiento							
Pasivos/Activos	84%	81%		71%	71%	72%	
Pasivos/Patrimonio	515%	439%		242%	243%	252%	

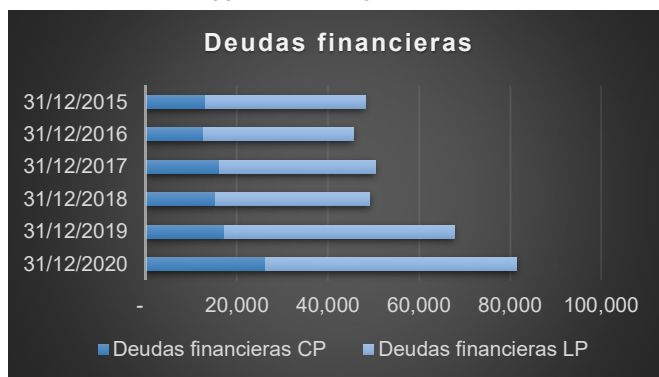
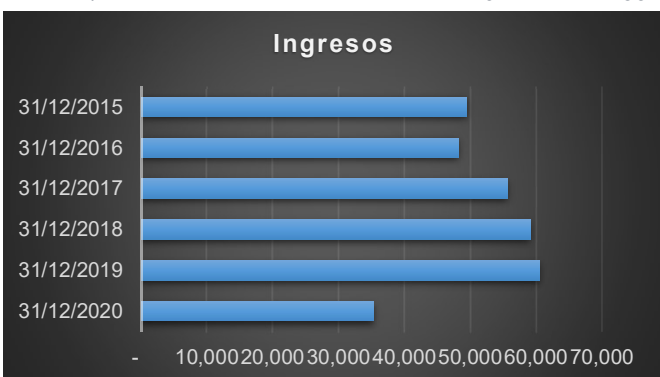


3.17 Consolidado Lejano Oriente

Los datos consolidados de la región norteamérica está conformado por los estados financieros de las siguientes aerolíneas: Airchina, China Southern y China Eastern.

Expresado en millones de USD

Información financiera relevante	31/12/2020	31/12/2019	Variación 2020-2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
Ingresos y resultados							
INGRESOS	35,388	60,531	-42%	59,079	55,602	48,164	49,453
<i>Pasajeros</i>	<i>26,900</i>	<i>53,471</i>	<i>-50%</i>	<i>51,287</i>	<i>47,563</i>	<i>42,428</i>	<i>44,404</i>
EGRESOS OPERATIVOS	(41,041)	(55,439)	-26%	(54,358)	(50,938)	(42,026)	(43,041)
COSTOS FINANCIEROS	(2,610)	(2,428)	8%	(1,728)	(1,381)	(2,333)	(2,671)
GANANCIA/(PÉRDIDA) NETA	(6,163)	1,980	-411%	2,109	3,435	2,680	2,677
EBITDA	(3,512)	7,035	-150%	6,774	6,961	7,928	8,074
Ratios rentabilidad							
ROA	-5%	2%		2%	3%	3%	
ROE	-17%	6%		6%	12%	11%	
EBITDA/Ventas	-10%	12%		11%	13%	16%	
Datos financieros destacados							
Deudas financieras CP	26,349	17,339	52%	15,201	16,144	12,673	13,192
Deudas financieras LP	55,045	50,428	9%	33,976	34,202	32,959	34,957
(Menos) Efectivo y equivalentes	5,964	1,737	243%	2,084	2,612	1,828	3,202
(Menos) Inversiones temporarias	133	120	11%	171	132	94	125
Deuda neta	75,297	65,909	14%	46,922	47,602	43,709	44,822
Patrimonio	34,961	35,983	-3%	34,974	33,224	26,456	24,049
Ratios liquidez y capital de trabajo							
Activo corriente/Pasivo corriente	29%	24%		28%	26%	25%	30%
Capital de trabajo (AC - PC)	(29,873)	(27,281)		(24,069)	(25,373)	(21,678)	(20,503)
CCC	26	16		14	13	14	
CCI	8	6		5	6	7	
CCP	112	88		86	85	100	
Ciclo de Conversión de Caja	(79)	(67)		(66)	(67)	(78)	
Ratios Endeudamiento							
Pasivos/Activos	75%	72%		67%	68%	71%	
Pasivos/Patrimonio	292%	253%		203%	216%	247%	



Anexo 4 Detalle de ingresos operativos

4.1 Clasificación ingresos por empresa

	31/12/2020	%	31/12/2019	%	31/12/2018	%	31/12/2017	%	31/12/2016	%	31/12/2015	%
Air China	11,323		20,080		20,482		19,061		16,580		16,958	
Pasajeros	8,543	75%	17,830	89%	17,508	85%	16,156	85%	15,635	94%	16,081	95%
Cargos	1,311	12%	821	4%	1,658	8%	1,576	8%	25	0%	21	0%
Otros	1,469	13%	1,429	7%	1,315	6%	1,329	7%	919	6%	855	5%
China Southern Airlines	14,189		22,097		20,880		19,642		16,556		17,204	
Pasajeros	10,813	76%	19,831	90%	18,614	89%	17,334	88%	14,759	89%	15,445	90%
Cargos	2,528	18%	1,377	6%	1,458	7%	1,396	7%	1,035	6%	1,057	6%
Otros	848	6%	888	4%	808	4%	912	5%	761	5%	702	4%
China Eastern Airlines	9,876		18,355		17,718		16,899		15,029		15,292	
Pasajeros	7,544	76%	15,810	86%	15,164	86%	14,072	83%	12,034	80%	12,878	84%
Cargos	750	8%	548	3%	527	3%	557	3%	861	6%	921	6%
Otros	1,581	16%	1,997	11%	2,026	11%	2,270	13%	2,134	14%	1,493	10%
Lufthansa	16,704		43,836		40,649		42,743		33,330		34,984	
Pasajeros	7,968	48%	31,072	71%	32,141	79%	34,117	80%	23,430	70%	24,877	71%
Cargos	3,191	19%	2,790	6%	3,103	8%	3,032	7%	2,532	8%	2,959	8%
Otros	5,545	33%	9,975	23%	5,405	13%	5,593	13%	7,368	22%	7,148	20%
RyanAir	1,919		9,354		8,636		8,797		7,096		7,443	
Pasajeros	919	48%	4,633	50%	4,462	52%	4,775	54%	3,928	55%	4,276	57%
Cargos	297	15%	1,495	16%	1,440	17%	1,541	18%	1,268	18%	1,380	19%
Otros	704	37%	3,225	34%	2,733	32%	2,481	28%	1,899	27%	1,786	24%
British Airways	4,918		15,995		14,828		14,742		11,999		12,368	
Pasajeros	3,557	72%	14,320	90%	13,226	89%	13,215	90%	10,839	90%	11,092	90%
Cargos	1,094	22%	856	5%	880	6%	887	6%	620	5%	597	5%
Otros	267	5%	818	5%	723	5%	640	4%	540	5%	679	5%
Emirates	8,427		25,060		26,678		25,156		23,183		23,173	
Pasajeros	3,001	36%	20,596	82%	21,407	80%	20,235	80%	18,637	80%	18,537	80%
Cargos	4,661	55%	3,054	12%	3,557	13%	3,389	13%	2,886	12%	3,035	13%
Otros	765	9%	1,411	6%	1,714	6%	1,532	6%	1,660	7%	1,601	7%
Turkish Airlines	6,734		13,229		12,855		10,958		9,792		10,522	
Pasajeros	3,792	56%	11,167	84%	10,918	85%	9,403	86%	8,590	88%	9,368	89%
Cargos	2,722	40%	1,688	13%	1,647	13%	1,317	12%	996	10%	935	9%
Otros	220	3%	374	3%	290	2%	238	2%	206	2%	219	2%
Air Canada	7,446		24,978		24,568		20,370		19,701		19,254	
Pasajeros	5,594	75%	22,499	90%	22,054	90%	18,291	90%	17,649	90%	17,243	90%
Cargos	1,174	16%	936	4%	1,096	4%	887	4%	687	3%	703	4%
Otros	678	9%	1,543	6%	1,418	6%	1,192	6%	1,365	7%	1,308	7%
Delta Airlines	17,095		47,007		44,438		41,244		39,639		40,704	
Pasajeros	12,883	75%	42,277	90%	39,755	89%	34,819	84%	33,777	85%	34,782	85%
Cargos	608	4%	753	2%	865	2%	729	2%	668	2%	813	2%
Otros	3,604	21%	3,977	8%	3,818	9%	5,696	14%	5,194	13%	5,109	13%
American Airlines	17,337		45,768		44,541		42,207		40,180		40,990	
Pasajeros	14,518	84%	42,010	92%	40,676	91%	36,133	86%	34,579	86%	35,512	87%
Cargos	769	4%	863	2%	1,013	2%	800	2%	700	2%	760	2%
Otros	2,050	12%	2,895	6%	2,852	6%	5,274	12%	4,901	12%	4,718	12%
United Airlines	15,355		43,259		41,303		37,736		36,556		37,864	
Pasajeros	11,805	77%	39,625	92%	37,706	91%	32,404	86%	31,457	86%	32,785	87%
Cargos	1,648	11%	1,179	3%	1,237	3%	1,035	3%	876	2%	937	2%
Otros	1,902	12%	2,455	6%	2,360	6%	4,297	11%	4,223	12%	4,142	11%
Southwest Airlines	9,048		22,428		21,965		21,146		20,425		19,820	
Pasajeros	7,665	85%	20,776	93%	20,455	93%	19,763	93%	18,594	91%	18,299	92%
Cargos	161	2%	172	1%	175	1%	173	1%	171	1%	179	1%
Otros	1,222	14%	1,480	7%	1,335	6%	1,210	6%	1,660	8%	1,342	7%

4.2 Clasificación ingresos por región

	31/12/2020	%	31/12/2019	%	31/12/2018	%	31/12/2017	%	31/12/2016	%	31/12/2015	%
Consolidado Lejano Oriente	35,388		60,531		59,079		55,602		48,164		49,453	
Pasajeros	26,900	76%	53,471	88%	51,287	87%	47,563	86%	42,428	88%	44,404	90%
Cargos	4,590	13%	2,745	5%	3,643	6%	3,529	6%	1,921	4%	1,999	4%
Otros	3,899	11%	4,314	7%	4,149	7%	4,511	8%	3,814	8%	3,050	6%
Consolidado Europa	23,541		69,184		64,113		66,281		52,425		54,795	
Pasajeros	12,444	53%	50,026	72%	49,829	78%	52,107	79%	38,197	73%	40,246	73%
Cargos	4,582	19%	5,141	7%	5,423	8%	5,460	8%	4,420	8%	4,936	9%
Otros	6,515	28%	14,018	20%	8,861	14%	8,715	13%	9,808	19%	9,613	18%
Consolidado Medio Oriente	15,161		38,289		39,533		36,114		32,975		33,695	
Pasajeros	6,793	45%	31,763	83%	32,325	82%	29,638	82%	27,227	83%	27,905	83%
Cargos	7,383	49%	4,742	12%	5,204	13%	4,706	13%	3,882	12%	3,970	12%
Otros	985	6%	1,785	5%	2,004	5%	1,770	5%	1,866	6%	1,820	5%
Consolidado Norteamérica	66,281		183,440		176,815		162,703		156,501		158,632	
Pasajeros	52,465	79%	167,187	91%	160,646	91%	141,410	87%	136,056	87%	138,621	87%
Cargos	4,360	7%	3,903	2%	4,386	2%	3,624	2%	3,102	2%	3,392	2%
Otros	9,456	14%	12,350	7%	11,783	7%	17,669	11%	17,343	11%	16,619	10%

4.3 Clasificación ingresos consolidado

	31/12/2020	%	31/12/2019	%	31/12/2018	%	31/12/2017	%	31/12/2016	%	31/12/2015	%
Consolidado	140,371		351,446		339,540		320,700		290,065		296,575	
Pasajeros	98,601	70%	302,447	86%	294,087	87%	270,717	84%	243,908	84%	251,176	85%
Cargos	20,915	15%	16,531	5%	18,656	5%	17,319	5%	13,325	5%	14,297	5%
Otros	20,855	15%	32,467	9%	26,797	8%	32,664	10%	32,831	11%	31,101	10%