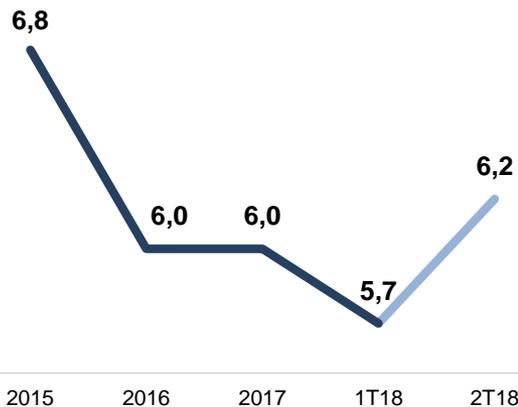


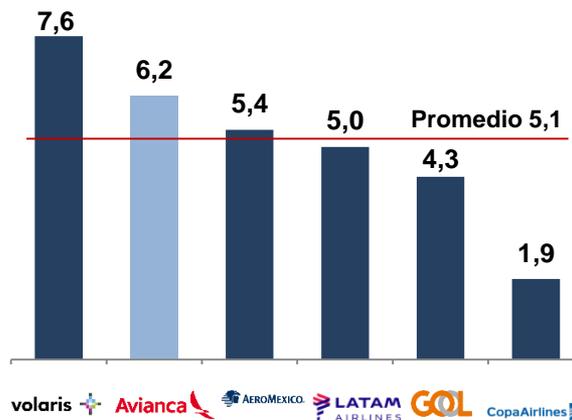
Apalancamiento suspende su trayectoria descendente

- **A pesar de que Avianca Holdings venía haciendo bien la tarea para reducir su alto apalancamiento**, donde su buen desempeño operacional le permitió llevar la relación Deuda Neta/EBITDAR desde 6,8x en el año 2015 a un mínimo de 5,6x en el 3T17, **esta volvió a coger vuelo en el primer semestre del año hasta un 6,2x**. La huelga de pilotos y el posterior despido de un porcentaje importante de los involucrados al ser declarada ilegal, ha impedido que Avianca alcance una recuperación total de su operación (ver [Mensual de pasajeros | Avianca continúa con cicatrices de la huelga](#)), lo que sumado a mayores precios de combustibles, los cuales tienen un peso superior al 20% en la estructura de costos (como lo mencionamos en [El Oráculo de Avianca Trump y OPEP impactan el vuelo de las aerolíneas](#)), ha golpeado la generación de caja y los márgenes de la aerolínea. De esta manera, no es coincidencia que el mínimo nivel de endeudamiento se haya presentado el mismo trimestre en que inició la huelga de pilotos (afectando un gran porcentaje de la operación diaria de la compañía), momento el que el cual este indicador empezó a crecer gradualmente.
- Si bien es cierto que **las compañías del sector aeronáutico cuentan con altos niveles de apalancamiento**, en la gráfica 2 se puede observar que el indicador de Avianca Holdings se encuentra por encima del promedio de la industria. Este hecho, sumado a una estructura de la deuda que vence en mayor medida en el año 2020 (como se puede observar en la gráfica 3) ha despertado cierta cautela por parte de las calificadoras de riesgo. Adicionalmente, hay que recordar que **a partir del 2020 inicia un importante programa de compra de aviones con altas exigencias de CAPEX**, lo cual presionaría aún más el endeudamiento de la compañía. Sin embargo, **Avianca Holdings mencionó que se encuentra en negociaciones con Airbus para cancelar la entrega de algunas aeronaves y/o patear la pelota para que esta sea postergada**, con el objetivo de reducir la presión sobre el flujo de efectivo que esto requiere.

Deuda Neta/ EBITDAR Avianca



Deuda Neta/ EBITDAR Comparables



Estructura de la deuda Avianca

USD MM

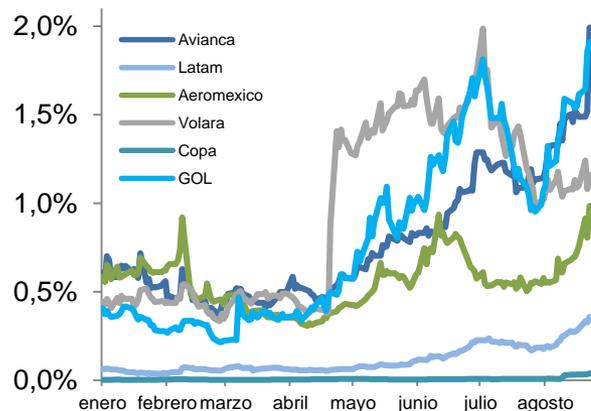


Posible capitalización de Synergy se quedaría corta

- Teniendo en cuenta lo anterior, podemos observar que la probabilidad de default de Avianca Holdings (Gráfico 4) medida por Bloomberg ha mostrado un fuerte crecimiento en lo corrido del año, en línea con las principales aerolíneas de la región, excepto Copa y Aeroméxico, las cuales presentan bajos niveles de apalancamiento. Por otro lado, es importante mencionar que el deterioro en el indicador de liquidez (Caja/Ingresos) también se ve reflejado en la medición de riesgo de Bloomberg, pues este pasó de 12,5% en el 2017 a 8,9% al finalizar el segundo semestre del año 2018.
- De esta manera, consideramos que vuelve a tener sentido el anuncio realizado en el pasado por parte de German Efromovich (principal accionista de la aerolínea), donde **Synergy Space realizaría una capitalización por USD 200 millones con el objetivo de mejorar la estructura de capital de la compañía**. Sin embargo, aunque consideramos que esta medida es positiva, según nuestras estimaciones la reducción del indicador de apalancamiento sería moderada, pasando de 6,2x a 6x, permaneciendo en niveles relativamente altos frente a sus comparables.
- En conclusión, **teniendo en cuenta los altos niveles de endeudamiento de la aerolínea y el impacto moderado de la capitalización por USD 200 millones, consideramos fundamental la normalización total de la operación, una mayor optimización de costos y gastos y el aplazamiento del programa de entrega de aviones con Airbus a partir del año 2020.**

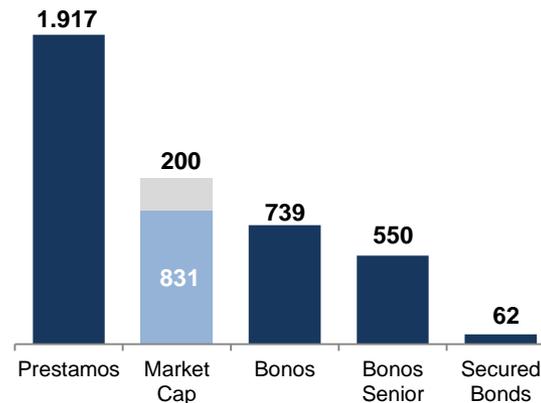
Probabilidad de default (CdB)

Bloomberg (DRSK)

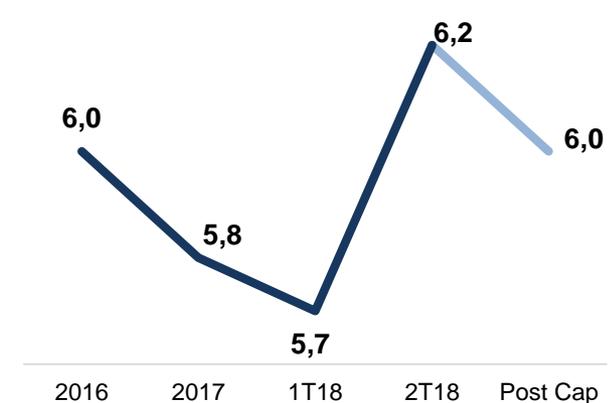


Nueva estructura de capital de Avianca

USD MM



Deuda Neta/EBITDAR post capitalización



¿Quiénes somos?

Casa de Bolsa, la Comisionista de Bolsa de Grupo Aval



Cargo	Nombre	e-mail	Teléfono
Director Inversiones	Alejandro Pieschacon	alejandropieschacon@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22685
Director Investigaciones	Juan David Ballén	juanballen@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22622
Estratega Renta Fija	Angela Pinzón	angela.pinzon@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 23626
Analista Renta Fija	Diego Velasquez	diego.velasquez@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22710
Gerente de Renta Variable	Omar Suarez	omar.suarez@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22619
Analista Acciones	Roberto Paniagua	roberto.paniagua@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22703
Analista Acciones	Raúl Moreno	raul.moreno@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22602

Este material no representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún instrumento financiero y tampoco es un compromiso de Casa de Bolsa S.A. para entrar en cualquier tipo de transacción. El presente documento constituye la interpretación del mercado por parte del Área de Análisis y Estrategia. La información contenida se presume confiable pero Casa de Bolsa S.A. no garantiza que sea completa o totalmente precisa. En ese sentido la certeza o el alcance de la información pueden cambiar sin previo aviso y se distribuye únicamente con propósitos informativos. Las interpretaciones y/o decisiones que se tomen con base en este documento no son responsabilidad de Casa de Bolsa S.A.

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA