

# Escenarios Intercambio de Bonos 2020

## Avianca

### Investigaciones Económicas

15 de agosto 2019

**Andrés Duarte Pérez**

Director de Renta Variable

Investigaciones Económicas - Corficolombiana S.A.

Teléfono: 57+1+3538787 | Ext. 6163

[andres.duarte@corficolombiana.com](mailto:andres.duarte@corficolombiana.com)

**Roberto Carlos Paniagua Cardona**

Analista II Renta Variable

Investigaciones Económicas - Corficolombiana S.A.

Teléfono: 57+1+3538787 | Ext. 6193

[roberto.paniagua@corficolombiana.com](mailto:roberto.paniagua@corficolombiana.com)

# El 14 de agosto, Avianca Holdings anunció su propuesta en firme de reemplazar los bonos en US\$ con vencimiento en 2020 por bonos en US\$ con vencimiento en 2023 (condicionado).

## Perfil de Vencimiento Actual



Fuente: Avianca Holdings. Cálculos propios.

## Perfil de Vencimiento estimado tras intercambio de bonos



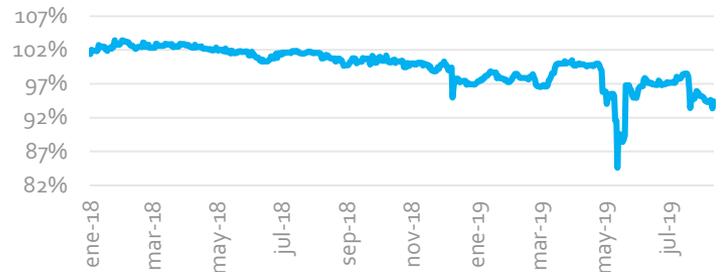
Fuente: Avianca Holdings. Cálculos propios. Asumiendo reperfilamiento de US\$ 568 MM del 2020 al 2023.

## Características bonos

Emisor	Avianca Holdings
Cupón Anual	8.375 % . Pagaderos el 10 de mayo y 10 de noviembre. 9.00 % (Siempre y cuando antes del 31 de diciembre, Avianca reciba una inversión de al menos US\$250 MM en capital o deuda convertible, de los cuales mínimo US\$200 MM serán aportados por United y Kingsland)
Vencimiento	05/10/2023 (MM / DD / YYYY). <b>El cambio en el plazo de los bonos está condicionado a la inversión de United y Kingsland</b>
Calificación:	
Actual	SD (CCC) / RD (C) (S&P / Fitch)
Estimada	B / B- (S&P / Fitch) *
Colateral	Parte de la flota de aviones de Avianca. Propiedad Intelectual, incluyendo la marca "Avianca".
Condición de United y Kingsland	El intercambio requiere de la participación de más de la mitad de tenedores. <b>United y Kingsland requieren una mayor participación (no especificada) para su desembolso de mínimo US\$200 MM.</b>

Fuente: Avianca Holdings. \* Oppenheimer.

## Evolución precio bonos US\$ (Vencimiento Mayo / 2020)



Fuente: Bloomberg.

Nominal de bonos US\$ 2020's sin colateral se intercambian por:	El cupón del bono actual de 8,375 cambia a:
<ul style="list-style-type: none"> <li>Participación temprana: Mismo nominal de bonos US\$ 2020's con colateral (<i>secured</i>)</li> <li>Participación tardía: 95% del valor nominal con colateral (<i>secured</i>)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Participación temprana: Cupón de 9,0 (condicionada).</li> </ul>

Fuente: Avianca Holdings.

## Comunicado del 14 de agosto y Conference Call del 15 de agosto de 2019 - Aspectos a tener en cuenta:

- **Plazo de Participación temprana:** Los titulares de los bonos existentes que presenten ofertas validas **antes del 27 de agosto de 2019**, serán elegibles para recibir por cada US\$1,000 ofertados de los bonos existentes, un valor nominal de US\$1,000 de los bonos de Intercambio.
  - Avianca aclaró que los titulares de los bonos existentes que presenten ofertas validas posteriores al “Plazo de Participación Temprana”, recibirían el 95% del principal de los bonos de intercambio (US\$ 950 por cada US\$1,000). **No hay una prima por participación temprana sino un castigo por la participación tardía.**
- La fecha de Expiración de la Oferta de Intercambio y Solicitud de Consentimiento es el **11 de septiembre de 2019** (el castigo del 5% del nominal por participación tardía se presenta entre el 28 de agosto y el 11 de septiembre).
- El aumento del cupón al 9% y el reperfilamiento al 2023 están condicionados a la inversión antes del 31 de diciembre del 2019, de al menos US\$250 MM en capital o deuda convertible por parte de United, Kingsland y una o más instituciones financieras, de los cuales al menos US\$200 MM serán invertidos por United y Kingsland.
- La Oferta de Intercambio y Solicitud de Consentimiento estarán condicionadas a que se realicen ofertas validas por al menos el 50.1% del principal de los bonos existentes. United y Kingsland informaron a Avianca que la realización de ofertas por el 50.1% del principal de los bonos existentes “no será suficiente para la realización de la Inversión”. El emisor no aclaró que porcentaje de participación sería suficiente para el desembolso de United y Kingsland.
- El colateral de los bonos nuevos está sujeto a ser liberado en caso de que la calificación crediticia de los bonos llegue a BB (Outlook estable).

La información suministrada por la compañía afirma nuestra recomendación de participar en el intercambio de bonos para los actuales tenedores. La realización de este intercambio es VITAL para la sostenibilidad de la compañía y su capacidad real para realizar el servicio de su deuda.

## Aspectos a tener en cuenta:

- En Mayo 13 del 2019, la calificadora S&P redujo la calificación del emisor desde B (Outlook estable) a CCC+ (Outlook negativo) debido a riesgos de refinanciamiento del bono con vencimiento en mayo 10 del 2020 por US\$ 550 MM. Posteriormente, el 23 de julio del 2019 redujo la calificación de la compañía a SD (*Selective Default*) desde CCC+, lo cual implica que la compañía esta incumpliendo ciertas obligaciones (leasing financieros sobre aeronaves y algunos préstamos), pero no todas.
- Según los términos de los bonos actuales del 2020, la compañía podría incurrir en *default* si la cantidad del principal de sus obligaciones diferidas (incumplidas) alcanzan los US\$ 50 MM, lo cual no ha ocurrido aún.
- Cabe mencionar que, los bonos 2020 mantuvieron su calificación CCC, toda vez que Avianca Holdings viene pagando los cupones de estos bonos.
- Es importante recordar que, la baja en la calificación no activa la posibilidad de ejercer la Opción Put a 101, sobre los bonos 2020, dado que el prospecto de emisión de los bonos indica que el “*trigger*” lo constituye una baja en calificación como consecuencia de un cambio de control. Este no es el caso. La influencia de United está en su músculo financiero, pero actualmente NO es controlante debido a sus restricciones sindicales.
- Si Avianca logra reemplazar sus bonos con vencimiento en el 2020 por unos con vencimiento en 2023, mejoraría su situación de liquidez y de generación de efectivo. Los nuevos bonos con vencimiento en el 2023, tienen como colateral la flota de aviones de la compañía (valor residual de ~ US\$ 900 MM – US\$ 1,000 MM). Adicional, se tiene como colateral la Propiedad Intelectual de su marca “Avianca”.
- El cambio en el plazo de los bonos generaría una mayor tasa de refinanciamiento, *covenants* más exigentes y prepagos de deuda con la venta de activos. El cambio en los bonos le permitiría a Avianca Holdings mejorar el perfil de su deuda, dándole espacio para mejorar su situación financiera, sin requerir de mayor Capex y contando con el apoyo de su socio estratégico United Airlines (UAL).

## Aspectos a tener en cuenta – Incertidumbre:

- La liquidez puede verse afectada en caso de que no haya acuerdo –o suficiente acuerdo- entre Avianca Holdings y los tenedores de los bonos en US\$ con vencimiento en 2020, **configurando un escenario de default**. Sin embargo, los bancos serían los más interesados en apoyar a la aerolínea y recibir prepagos por la venta de activos. Además, la compañía debe llegar a acuerdos con los acreedores de los Leasing Financieros sobre las aeronaves.
- La posibilidad de que los bonos 2023 pierdan su garantía, ante la estabilización de la calificación de la emisión en BB (*outlook* estable) no se constituye en un riesgo, toda vez que implica una mejora considerable en la situación financiera del emisor.
- **Escenario 1:** Hicimos el ejercicio de calcular los recursos que tendría disponible la compañía en caso de tener que pagar el *outstanding* de US\$ 550 MM de los bonos en USD con vencimiento en 2020, sin contar con recursos adicionales. Los supuestos incluyen una caja mínima operativa de 30 días y el pago del cupón (8.375%) . En ese escenario, **la compañía tendría un déficit de USD 586 MM para honrar sus obligaciones.**
- **Escenario 2:** La compañía lograría ofertas válidas por el 75.0% del principal de los bonos existentes. Incluimos una caja mínima operativa de 30 días, el pago del cupón (8.375% y 9.00% según corresponda) y el desembolso de UAL y Kingsland por US\$ 250 MM. En ese escenario, **la compañía tendría un superávit de USD 74 MM.**
- **Escenario 3:** La compañía lograría ofertas válidas por el 100% del principal de los bonos existentes. Incluimos una caja mínima operativa de 30 días, el pago del cupón (9.00% ) y el desembolso de UAL y Kingsland por US\$ 250 MM. En ese escenario, **la compañía tendría un superávit de USD 210 MM.**

## Aspectos a tener en cuenta – Incertidumbre:

Escenario 1. Sin recursos adicionales Disponibilidad de Caja	US\$ MM
Efectivo e Inversiones Corto Plazo	357
(-) Caja mínima 30 días	348
Caja Disponible	10
(+) Préstamos UAL y Kingsland	0
<b>Disponible para pago deuda</b>	<b>10</b>
Outstanding Bonos 2020	550
Pago Cupón	46
<b>Déficit</b>	<b>-586</b>

Escenario 2. Ofertas por el 75%. Disponibilidad de Caja	US\$ MM
Efectivo e Inversiones Corto Plazo	357
(-) Caja mínima 30 días	348
Caja Disponible	10
(+) Préstamos UAL y Kingsland	250
<b>Disponible para pago deuda</b>	<b>260</b>
Outstanding Bonos por pagar (25%)	138
Pago Cupón	49
<b>Superávit</b>	<b>74</b>

Escenario 3. Ofertas por el 100%. Disponibilidad de Caja	US\$ MM
Efectivo e Inversiones Corto Plazo	357
(-) Caja mínima 30 días	348
Caja Disponible	10
(+) Préstamos UAL y Kingsland	250
<b>Disponible para pago deuda</b>	<b>260</b>
Outstanding Bonos por pagar	0
Pago Cupón	50
<b>Superávit</b>	<b>210</b>

Fuente: Capital IQ. Cálculos Propios. Cifras al corte de marzo 2019. MM: Millones.

Caja Mínima: Cálculo con base en cobertura de Costos y Gastos Generales (LTM) y de Administración para 30 días.

Realizamos este ejercicio con el fin de analizar la capacidad de la compañía de honrar sus obligaciones del 2020 sobre los bonos con vencimiento en ese año, sin tener en cuenta obligaciones financieras ni supuestos adicionales.

# Aspectos a tener en cuenta.

## Entorno actual:

- La compañía presenta un entorno retador en medio de una mayor competencia, con la necesidad de aumentar sus márgenes y lograr cierta estabilidad en medio de la volatilidad de los precios del *jet fuel* y la tasa de cambio.
- La inversión adicional antes del 31 de diciembre del 2019 de US\$ 250 MM, de los cuales mínimo US\$ 200 MM deben ser invertidos por United y Kingsland, refleja tanto el control de United sobre Avianca, como su importancia para la liquidez de la compañía. El control de United es indirecto: tiene el músculo para impedir o permitir la quiebra de Avianca, pero el que salga adelante la operación de Avianca coincide con los intereses de United.

## Medidas recientes tomadas por Avianca Holdings:

- Cambio de la gerencia.
- Venta de aviones y cancelación de nueva flota.
- Planes de eficiencias en rutas aéreas y eliminación de rutas no eficientes.
- Acuerdo con United y venta de activos no estratégicos.

## Recomendación para los tenedores de bonos:

- Participar en el intercambio, toda vez que bajo un escenario de ley de quiebras, es más factible obtener el pago de los "bonos de intercambio" que de los bonos existentes (bonos actuales que no cuentan con un colateral).

## ADVERTENCIA

El presente informe fue elaborado por el área de Investigaciones Económicas de Corficolombiana S.A. ("Corficolombiana") y el área de Análisis y Estrategia de Casa de Bolsa S.A. Comisionista de Bolsa ("Casa de Bolsa"). Este informe y todo el material que incluye, no fue preparado para una presentación o publicación a terceros, ni para cumplir requerimiento legal alguno, incluyendo las disposiciones del mercado de valores. La información contenida en este informe está dirigida únicamente al destinatario de la misma y es para su uso exclusivo. Si el lector de este mensaje no es el destinatario del mismo, se le notifica que cualquier copia o distribución que se haga de éste se encuentra totalmente prohibida. Si usted ha recibido esta comunicación por error, por favor notifique inmediatamente al remitente. La información contenida en el presente documento es informativa e ilustrativa. Corficolombiana y Casa de Bolsa no son proveedores oficiales de precios y no extienden ninguna garantía explícita o implícita con respecto a la exactitud, calidad, confiabilidad, veracidad, integridad de la información presentada, de modo que Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna por los eventuales errores contenidos en ella. Las estimaciones y cálculos son meramente indicativos y están basados en asunciones, o en condiciones del mercado, que pueden variar sin aviso previo.

LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO FUE PREPARADA SIN CONSIDERAR LOS OBJETIVOS DE LOS INVERSIONISTAS, SU SITUACIÓN FINANCIERA O NECESIDADES INDIVIDUALES, POR CONSIGUIENTE, NINGUNA PARTE DE LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO PUEDE SER CONSIDERADA COMO UNA ASESORÍA, RECOMENDACIÓN U OPINIÓN ACERCA DE INVERSIONES, LA COMPRA O VENTA DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS O LA CONFIRMACIÓN PARA CUALQUIER TRANSACCIÓN. LA REFERENCIA A UN DETERMINADO VALOR NO CONSTITUYE CERTIFICACIÓN SOBRE SU BONDAD O SOLVENCIA DEL EMISOR, NI GARANTÍA DE SU RENTABILIDAD. POR LO ANTERIOR, LA DECISIÓN DE INVERTIR EN LOS ACTIVOS O ESTRATEGIAS AQUÍ SEÑALADOS CONSTITUIRÁ UNA DECISIÓN INDEPENDIENTE DE LOS POTENCIALES INVERSIONISTAS, BASADA EN SUS PROPIOS ANÁLISIS, INVESTIGACIONES, EXÁMENES, INSPECCIONES, ESTUDIOS Y EVALUACIONES.

El presente informe no representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún valor y/o instrumento financiero y tampoco es un compromiso por parte de Corficolombiana y/o Casa de Bolsa de entrar en cualquier tipo de transacción. Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna frente a terceros por los perjuicios originados en la difusión o el uso de la información contenida en el presente documento.

## CERTIFICACIÓN DEL ANALISTA

EL(LOS) ANALISTA(S) QUE PARTICIPÓ(ARON) EN LA ELABORACIÓN DE ESTE INFORME CERTIFICA(N) QUE LAS OPINIONES EXPRESADAS REFLEJAN SU OPINIÓN PERSONAL Y SE HACEN CON BASE EN UN ANÁLISIS TÉCNICO Y FUNDAMENTAL DE LA INFORMACIÓN RECOPIADA, Y SE ENCUENTRA(N) LIBRE DE INFLUENCIAS EXTERNAS. EL(LOS) ANALISTA(S) TAMBIÉN CERTIFICA(N) QUE NINGUNA PARTE DE SU COMPENSACIÓN ES, HA SIDO O SERÁ DIRECTA O INDIRECTAMENTE RELACIONADA CON UNA RECOMENDACIÓN U OPINIÓN ESPECÍFICA PRESENTADA EN ESTE INFORME.

## INFORMACIÓN DE INTERÉS

Algún o algunos miembros del equipo que participó en la realización de este informe posee(n) inversiones en alguno de los emisores sobre los que está efectuando el análisis presentado en este informe, en consecuencia, el posible conflicto de interés que podría presentarse se administrará conforme las disposiciones contenidas en el Código de Ética aplicable.

CORFICOLOMBIANA Y CASA DE BOLSA O ALGUNA DE SUS FILIALES HA TENIDO, TIENE O POSIBLEMENTE TENDRÁ INVERSIONES EN ACTIVOS EMITIDOS POR ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O SUS FILIALES, DE IGUAL FORMA, ES POSIBLE QUE SUS FUNCIONARIOS HAYAN PARTICIPADO, PARTICIPEN O PARTICIPARÁN EN LA JUNTA DIRECTIVA DE TALES EMISORES.

Las acciones de Corficolombiana se encuentran inscritas en el RNVE y cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia, por lo tanto algunos de los emisores a los que se hace referencia en este informe han, son o podrían ser accionistas de Corficolombiana. Corficolombiana hace parte del programa de creadores de mercado del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, razón por la cual mantiene inversiones en títulos de deuda pública, de igual forma, Casa de Bolsa mantiene este tipo de inversiones dentro de su portafolio.

ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O ALGUNA DE SUS FILIALES HAN SIDO, SON O POSIBLEMENTE SERÁN CLIENTES DE CORFICOLOMBIANA, CASA DE BOLSA, O ALGUNA DE SUS FILIALES.

**Corficolombiana y Casa de Bolsa son empresas controladas directa o indirectamente por Grupo Aval Acciones y Valores S.A.**