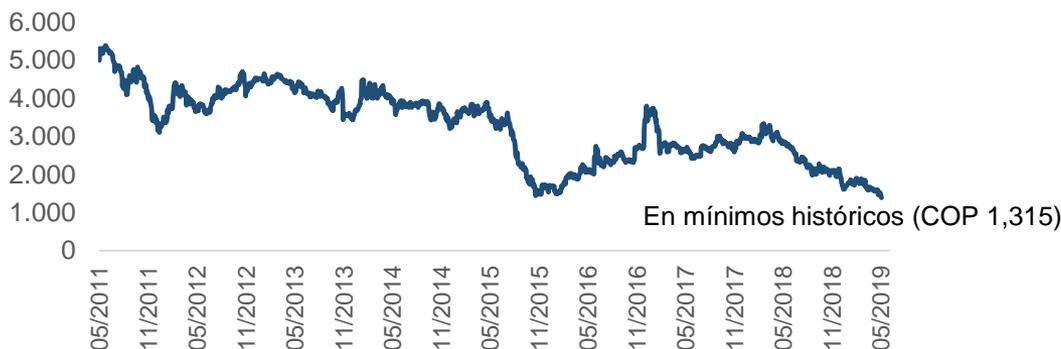


Informe especial

Avianca Holdings enfrenta turbulencia

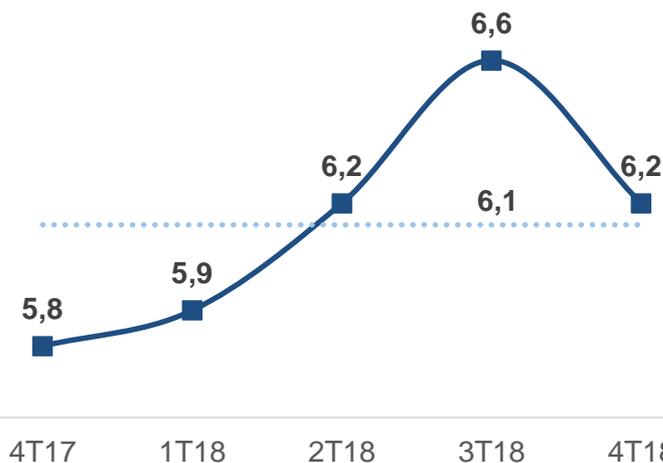
La acción de Avianca Holdings en lo corrido de 2019 evidencia una fuerte desvalorización de 20,8%, y se ubica en mínimos históricos (COP 1.315). Dicho comportamiento, explicado mayormente por los siguientes eventos, los cuales creemos continuaran presionando el desempeño de la especie: **i) El incumplimiento de *convenants* financieros por parte de BRW Aviation, principal accionista de Avianca Holdings, acordados en el acuerdo de préstamo celebrado con United Airlines en noviembre de 2018; y ii) La disminución de la calificación de crédito de la aerolínea colombiana por parte de S&P de B a CCC+, dado que la compañía enfrentaría un mayor riesgo de refinanciamiento e implicaciones en su costo de financiamiento.** Lo anterior, tras la renuncia del CEO, efectiva el 30 de abril de 2019, y en medio de como hemos resaltado en varias ocasiones, un alto nivel de apalancamiento de manera sostenida, observado en un indicador Deuda Neta / EBITDA de 6,2x para 2018, y una situación de liquidez ajustada, factores de importante vulnerabilidad para la compañía respecto a la coyuntura que hoy enfrenta. **Ante la alta incertidumbre, preferimos optar por la cautela y reiteramos nuestra recomendación de Subponderar.**

Comportamiento histórico PFAVH



Deuda Neta Ajustada / EBITDAR

Cifras en veces



Juan Felipe D'luyz
Analista de Renta Variable
juan.dluyz@casadebolsa.com.co
6062100 Ext 22703

Omar Suárez
**Gerente de Estrategia
Renta Variable**
omar.suarez@casadebolsa.com.co
6062100 Ext 22619

United Airlines, ¿ejercerá control?

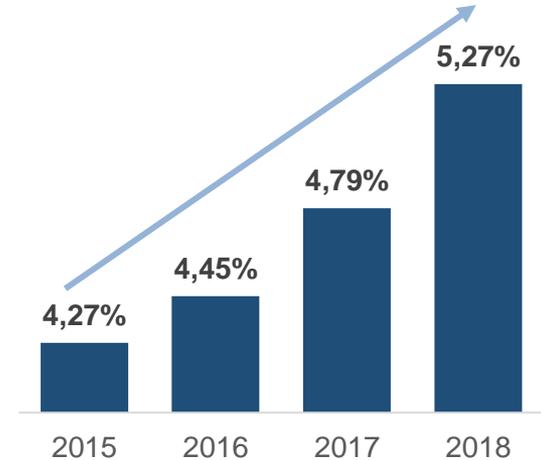
Altos niveles de endeudamiento generan poca flexibilidad financiera

Los altos niveles de endeudamiento siguen siendo una de nuestras principales preocupaciones, por lo cual consideramos indispensable su gradual desapalancamiento. En principio, resaltamos el incremento constante del costo de deuda, en 2018 explicado principalmente por un aumento en la deuda relacionada con la flota, la cual llegó a ubicarse en USD 2,226 MM (+3% A/A) con una tasa promedio ponderada de 3,91% (+31 pbs), y al aumento anual en 20% en la deuda de tipo corporativo denominada en dólares, cuya tasa promedio ponderada se ubicó en 6,67% (+81 pbs). Dicha dinámica, se evidencia en su estructura de capital, al presentar una relación Deuda Neta / Capital de aproximadamente 78% en 2018. Adicionalmente, el indicador Deuda Neta/EBITDA continúa en niveles elevados por encima de 6x.

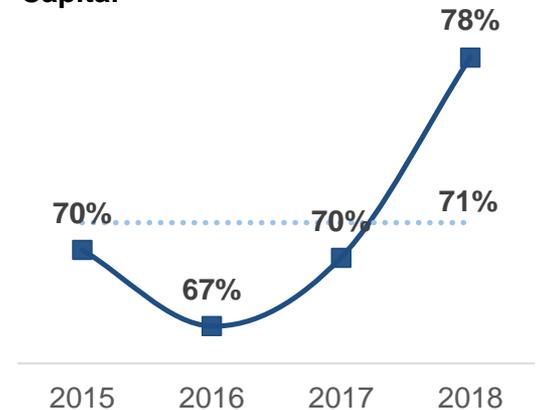
Por su parte, la posibilidad de que United Airlines asuma el control de la compañía, luego de que BRW Aviation, accionista mayoritario de Avianca Holdings poseedor del 78,1% de las acciones ordinarias, incumpliera *covenants* estipulados en el contrato de préstamo entre ambas compañías por un valor USD 456 MM en noviembre de 2018, al ejercer su garantía sobre la participación previamente mencionada de BRW, podrían resultar los siguientes eventos, los cuales tendrían importantes repercusiones sobre el nivel de liquidez de la compañía i) derecho por parte de Advent International de exigir a Avianca Holdings la recompra del 30% de su participación en LifeMiles; ii) un monto exigible del endeudamiento equivalente a USD 1,566 MM, provocado por un cambio de control, provisiones por recompra o *cross-default*; iii) provisión de recompra respecto a los bonos del 2020, ante una disminución en la calificación de dichas notas por parte de las agencias calificadoras producto del cambio de control de la compañía, donde Avianca Holdings se vería obligado a ofrecer a los tenedores el derecho a recomprárselos a un precio de 101% del monto principal.

Ante los altos niveles de endeudamiento, los ajustados indicadores de liquidez y los compromisos de Avianca Holdings, **consideramos que en caso de solicitarse el pago de los 3 o alguno de los aspectos antes mencionados, la compañía difícilmente tendría la capacidad financiera para realizarlos.** Por esta razón, la aerolínea se encuentra en busca de negociaciones con los prestamistas para que no se vaya a solicitar un pago acelerado de la deuda en caso de cambio de control.

Costo de la Deuda



Relación Deuda Neta* – Capital



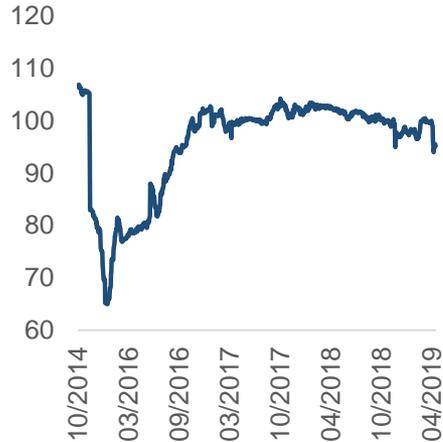
* Para el cálculo de este indicador se tomó únicamente el efectivo y equivalentes de efectivo

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Calificación crediticia de Avianca pasa a CCC+

Refinanciamiento de deuda, una necesidad

Comportamiento Histórico Bonos USD Avianca 2020



Finalmente, resaltamos la reciente reducción de la calificación de crédito del emisor de B a CCC+ y un cambio de perspectiva de “estable” a “negativa” por parte de la calificadora S&P, principalmente por el mayor tiempo al esperado, por parte de la compañía para el refinanciamiento de sus bonos senior no garantizados, los cuales equivalen a un monto de USD 550 MM y tienen como vencimiento el 10 de mayo de 2020. Lo anterior, producto de diferentes razones, dentro de las cuales se resalta el retraso para finiquitar procedimientos contractuales relacionados con el incumplimiento de *covenants* por parte de BRW Aviation, estipulados en el acuerdo de préstamo entre este y United Airlines anteriormente mencionado, los cuales serían indispensables para evitar incumplir compromisos financieros de la compañía. Según la calificadora, **bajo dicho escenario la compañía enfrenta un mayor riesgo de refinanciamiento e implicaciones negativas en el costo de financiamiento.**

Consideramos la coyuntura descrita en este informe de alta cautela, dado que el ajustado nivel de liquidez de Avianca Holdings, reflejado en una relación efectivo y equivalentes de efectivo y valores disponibles para la vta / ingresos en un bajo nivel de 8% en 2018, se vería presionado significativamente de no lograr refinanciar las notas con vencimiento 2020, lo cual consideramos fundamental para generar un alivio en este. Para hacerle frente a esto resaltamos que, la Junta Directiva aprobó que la compañía lleve acabo una transacción de *liability management* de los bonos en cuestión, denominados en dólares a TF de 8,375%. No obstante, el contexto de incertidumbre frente a la posibilidad de un cambio de control sobre la compañía y las necesidades de liquidez que esto también implicaría, genera un entorno retador respecto al emisor, cuya especie estimamos continúe fuertemente presionada.

Vencimiento de pagos por periodos

Obligaciones Contractuales (USD MM)	< de 1 año	Entre 1 y 3 años	Entre 3 y 5 años	> de 5 años	Total
Compromisos compra aviones y motores	1.204	4.974	4.813	4.772	15.763
Arrend. operativos aeronaves	246	412	257	187	1.101
Arrend. operativos motores	10	19	10	9	48
Deuda asociada aeronaves	316	598	519	963	2.397
Bonos	37	550	0	0	587
Otra deuda	273	389	356	6	1.024
Gasto de intereses	200	254	119	121	694
Monto total	2.287	7.196	6.073	6.058	21.613

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

¿Quiénes somos?

Casa de Bolsa, la Comisionista de Bolsa de Grupo Aval



Cargo	Nombre	e-mail	Teléfono
Director Inversiones	Alejandro Pieschacon	alejandro.pieschacon@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22685
Director Análisis y Estrategia	Juan David Ballén	juan.ballen@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22622
Analista Renta Fija	Diego Velásquez	diego.velasquez@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22710
Practicante Renta Fija	Santiago Clavijo	santiago.clavijo@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22602
Gerente de Renta Variable	Omar Suarez	omar.suarez@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22619
Analista de Renta Variable	Juan Felipe D'luyz	juan.dluyz@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22703

El contenido de la presente comunicación o mensaje no constituye una recomendación profesional para realizar inversiones en los términos del artículo 2.40.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 o las normas que lo modifiquen, sustituyan o complementen. Tampoco 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.