

Avianca Holdings: SOS con sentido de urgencia

Roberto Carlos Paniagua Cardona

Analista Renta Variable

+57 1 3538787 Ext. 6193

roberto.paniagua@corficolombiana.com

Daniel Felipe Duarte Muñoz

Analista Renta Variable

+57 1 3538787 ext. 6194

daniel.duarte@corficolombiana.com

Andrés Duarte Pérez

Director de Renta Variable

+57 1 3538787 ext. 6163

andres.duarte@corficolombiana.com

- En nuestro informe “Avianca va a requerir ayuda” ([ver](#)) publicado el 18 de marzo, establecimos que un leve deterioro en la operación de la compañía resultaría en un patrimonio negativo para esta, por lo que requeriría una inyección de recursos. En ese momento consideramos viable que la ayuda viniera de United, controlante -indirecto- de la compañía.
- A raíz del COVID-19, Avianca se vio forzada a dejar en tierra la mayoría de su flota tras el cierre del espacio aéreo nacional e internacional, afectando tanto su desempeño operativo como financiero. Así las cosas, a pesar del reperfilamiento de su deuda a finales de 2019, en línea con su plan de financiamiento y la ejecución del plan “Avianca 2021”, la compañía viene incumpliendo contratos de financiamiento, e incrementa la probabilidad de que no tenga la capacidad de continuar operando.
- Dada la actual coyuntura del sector aeronáutico a nivel global, consideramos que una inyección de liquidez proveniente de United a Avianca está descartada. En este sentido, la continuidad de la empresa en este momento depende de la ayuda gubernamental.

› Avianca navega contra la corriente

A finales de diciembre del 2019, Avianca ejecutó el intercambio de ~ USD 484 millones (MM) de sus bonos senior con vencimiento en mayo 2020 y cupón del 8.375%, por nuevos bonos garantizados con cupón del 9.0% y vencimiento en mayo 2023 (88% de la emisión total por USD 550 MM). El remanente de los bonos no garantizados (~ USD 66 MM) mantienen su vencimiento en mayo del 2020.

En medio de este reperfilamiento de deuda, la compañía obtuvo un préstamo por USD 250 MM por parte de United Airlines y Kingsland Holdings (USD 150 MM y USD 100 MM respectivamente), con vencimiento el 5 de diciembre del 2023 garantizado y convertible en acciones de Avianca, bajo ciertas condiciones (según información publicada por la compañía, el derecho de conversión de la deuda sería en acciones ordinarias, acciones preferenciales o “American Depositary Shares” (ADS) de Avianca Holdings S.A). Posteriormente, consiguió financiamiento adicional por USD 74 MM de un grupo privado de inversionistas.

Las restricciones impuestas a nivel nacional e internacional al transporte aéreo contrajeron la operación de las aerolíneas, tras lo cual la compañía ha tratado de ajustar sus gastos y proteger su liquidez, en medio de un alto nivel de endeudamiento (Deuda Neta / EBITDA de 8.7x al 2019). Consecuencia de lo anterior, Avianca ha diferido el pago de sus “leases” a largo plazo y del capital de algunas de sus obligaciones, **incumpliendo contratos de financiamiento, mientras incrementa la probabilidad de no tener la**

capacidad para continuar operando. Actualmente hay operación de carga con restricciones, la cual no es suficiente para mantener a flote la compañía (carga representa menos del 20% de los ingresos de Avianca).

La tabla 1 muestra la estructura de deuda de la compañía, según cifras de los estados financieros al 2019. Dentro de los vencimientos en el 2020 sobresalen los USD 66 MM con vencimiento en mayo de los bonos no garantizados, **los cuales consideramos que podrían no ser pagados oportunamente, dada la protección de liquidez que busca la empresa**, pues de acuerdo con lo comunicado por la compañía, Avianca cuenta con cerca de USD 540 MM entre efectivo y equivalentes de efectivo al corte de febrero del 2020. El reciente reperfilamiento de su deuda, da un margen limitado a la compañía en cuanto a su flexibilidad financiera.

Tabla 1. Estructura de deuda Avianca Holdings 2019 (USD MM)

Corriente	
Préstamos y Porción Corriente de la Deuda de Largo Plazo	569
Parte corriente de los Bonos	66
Arriendo de aeronaves	229
Otros arrendamientos	8
Total Corto Plazo	872
No corriente	
Deuda de Largo Plazo	2,557
Bonos	466
Arriendo de aeronaves	899
Otros arrendamientos	62
Total Largo Plazo	3,984
Total	4,856

Fuente: Avianca Holdings.

Por su parte, en la actualidad el valor de los nuevos bonos con vencimiento en 2023 registra una desvalorización sustancial, con el precio del bono alrededor de 16 frente a los ~ 98.25 de la emisión. Sorprende semejante castigo para un bono garantizado con activos (flota de aviones), pero la vulnerabilidad de la industria aeronáutica limita la facilidad para convertir en efectivo dicho colateral. Cabe mencionar que, además de parte de su flota, la marca Avianca también hace parte del colateral.

Es importante recordar: **1). Los bonos de Avianca con vencimiento en 2023 son los únicos bonos entre aerolíneas de América Latina que tienen colateral.** 2). Las 8 aeronaves que conforman el colateral (corresponde a aeronaves de diferentes características) tienen un valor aproximado de USD 985 MM, las cuales, **aplicando un castigo del 50% en un escenario hipotético, representarían recursos por cerca de USD 492 MM**, que cubrirían el valor de los bonos, además de otras obligaciones.

En línea con lo que planteamos hace un mes y medio, **Avianca cursa actualmente diálogos con los gobiernos en donde tiene operación, en busca de ayudas financieras.** El comunicado publicado ayer en la página de la Superintendencia Financiera dice que **"Avianca ha propuesto diferentes estructuras que considera proporcionarían a estos gobiernos protecciones adecuadas, al tiempo que garantizarían que Avianca**

continúe operando en dichos mercados, manteniendo la conectividad y el empleo en la región. Las conversaciones con los gobiernos continúan en curso. Avianca no ha recibido respuestas formales ni propuestas de acuerdo sobre los términos bajo los cuales podría recibir dicho apoyo.”

En cuanto a políticas recientes por parte del Gobierno, en el Decreto 575 del 15 de abril del 2020, por medio del cual se adoptan medidas que buscan mitigar los efectos económicos generados por la pandemia Coronavirus COVID-19 en el sector transporte e infraestructura, se encuentran medidas para la industria del transporte aéreo, como la reducción del impuesto de valor agregado, tanto para el transporte aéreo de pasajeros como para la gasolina de aviación Jet A 1 y/o gasolina de aviación 100/130 nacional. Además, se incluye un beneficio sobre el impuesto de la renta y complementarios a los contribuyentes que realicen nuevas inversiones en el sector aeronáutico nacional por un valor igual o superior a dos millones de UVT antes del 31 de diciembre de 2021, equivalente a cerca de COP 71,214 MM.

Aunque dichas medidas son relevantes y serán importantes para impulsar al sector en un futuro, no solucionan los problemas futuros de liquidez a los que va a enfrentar la compañía y que debe solucionar de forma urgente en el corto plazo. Al respecto, según información publicada en medios, la Asociación de Transporte Aéreo Internacional (IATA por sus siglas en inglés) estima que la industria de transporte aéreo en Colombia podría necesitar cerca de USD 1,200 MM para solventar temas de liquidez.

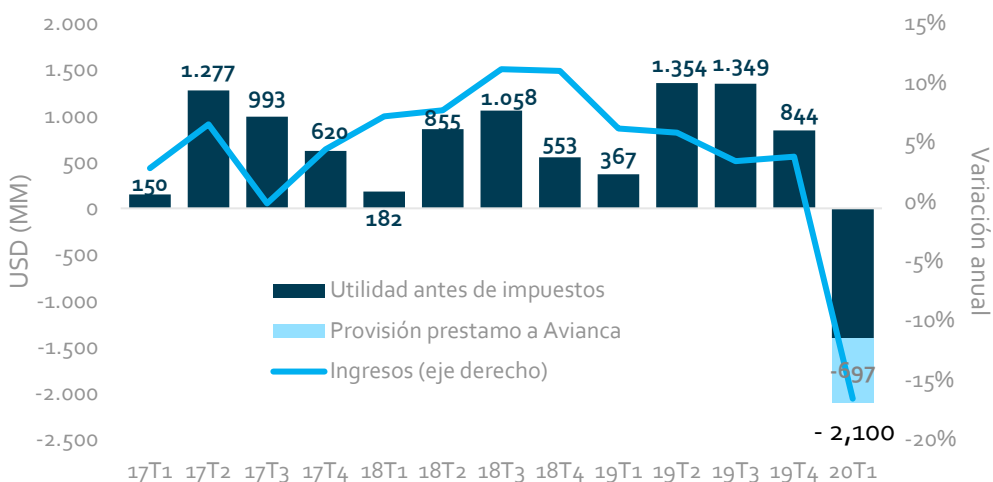
› *United Airlines da de baja el préstamo otorgado a Avianca*

United Airlines, el socio estratégico de Avianca, mediante el formato 8-k, informó al mercado de los resultados financieros preliminares para el primer trimestre de 2020 (gráfica 1). En dicho comunicado United reportó una pérdida antes de impuestos de USD 2.1 BN (BN: miles de millones en USD).

La discriminación de esta pérdida contable hace inevitable no involucrar a Avianca, puesto que el 33% (USD 697 MM) corresponde a la provisión del crédito que la compañía le otorgo a Avianca a través de BRW, junto con los bonos convertibles directamente otorgados a Avianca.

Este préstamo es registrado en una cuenta por cobrar dentro del balance general de United. Contablemente, la provisión total de esta cuenta implica que United está dando por pérdida su inversión en Avianca.

Gráfica 1. Evolución de la utilidad antes de impuestos United Airlines

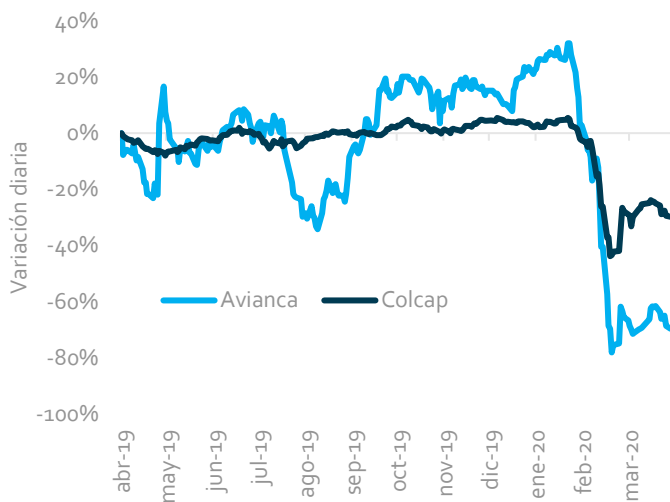


Fuente: United Airlines. Cálculos: Corficolombiana.

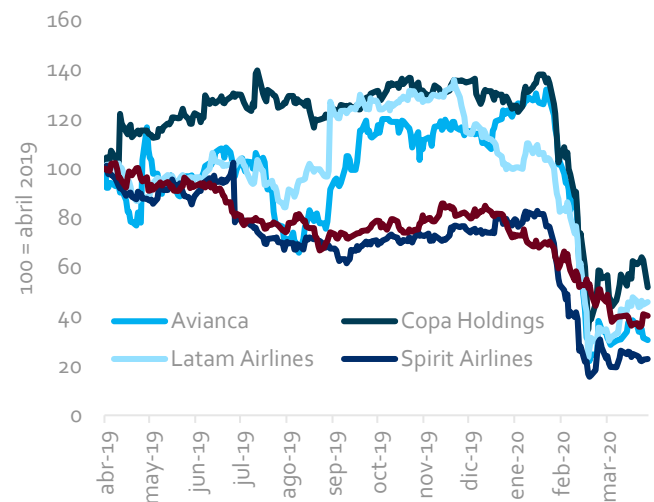
La provisión toma lugar luego de realizar una evaluación del nivel de apalancamiento de Avianca y considerar el cese de las operaciones de la Aerolínea, en medio de las medidas adoptadas por los gobiernos para frenar la programación del Coronavirus.

Luego de esta evaluación, y teniendo en cuenta que el colateral del préstamo otorgado a BRW está sujeto a condiciones de mercado, United Airlines considera que existe una probabilidad significativa de no recibir en su totalidad el pago del crédito hecho a BRW, ni el pago del préstamo otorgado a Avianca en noviembre de 2019 mediante los bonos convertibles.

Así mismo, considera un valor mínimo de realización del colateral (Equity de Avianca), como consecuencia del comportamiento adverso de la industria de transporte aéreo en el mercado de valores (gráfica 2 y 3).

Gráfica 2. Evolución precio de acción de Avianca e índice Colcap

Fuente: Capital IQ. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfica 3. Comportamiento accionario de Aerolíneas comparables

Fuente: Capital IQ. Cálculos: Corficolombiana.

La situación financiera de United Airlines se ha deteriorado en el último mes, por lo que va a recibir fondos provenientes del programa de auxilio del gobierno de Estados Unidos (*Cares Act*) por un monto total de USD 5 BN, de los cuales USD 1.5 BN llegarían a través de un préstamo. Así como ha ocurrido con varias aerolíneas en Estados Unidos, el préstamo tendría un término de 10 años, sin colateral, y exento de penalidad en caso de prepagar deuda. En los primeros cinco años del préstamo la compañía pagaría una tasa de interés de 1%, y para los cinco años restantes el costo estará indexado al SORF (*Secured Overnight Financing Rate*) más un margen de 2%.

Por otro lado, la compañía espera tomar prestado USD 4.5 BN adicionales del programa de préstamos del gobierno, con el fin de asegurar liquidez en un momento de incertidumbre mundial en la industria del transporte aéreo. Además de estas medidas, la compañía logró recaudar USD 1.1 BN a través de una emisión de acciones realizada recientemente. Es evidente que United está recurriendo a toda forma de financiación posible para hacer frente a las obligaciones futuras que le esperan durante los siguientes meses, durante los cuales espera operar alrededor del 10% de lo esperado antes de la crisis actual.

Teniendo en cuenta todo lo anterior, una inyección de liquidez proveniente de United a Avianca está descartada en este momento. Así las cosas, toma más relevancia la necesidad de una ayuda por parte del gobierno para seguir operando.

En este sentido, actualmente varios gobiernos ya han tomado medidas pertinentes para aliviar la carga a las empresas del sector (Tabla 2). Entre estas, destaca el paquete de USD 50 BN (*Cares Act*) destinado específicamente a la industria de transporte aéreo en Estados Unidos.

› ¿Ahora qué?

En adelante, la discusión será quién debe salvar a la compañía. Los argumentos que seguramente considerará el gobierno colombiano están relacionados con el empleo y la

seguridad logística que provee la compañía. Por otro lado, hay varios aspectos para tener en cuenta: ¿Por qué no le inyecta capital United?, ¿Qué tan fuerte es la posición de caja actual de la compañía?, los controlantes no son colombianos, la empresa no está domiciliada en Colombia, etc.

Tabla 2. Ayudas Gubernamentales al sector aeronáutico en el mundo

País	Paquete de ayudas
Australia	Paquete de ayuda de A\$ 715 MM (USD 230 MM), el cual incluye reembolsos y exenciones de impuestos sobre el combustible, tarifas de seguridad de aviación regional y navegación aérea nacional.
Brasil	Está permitiendo que las aerolíneas pospongan los pagos de navegación aérea y tarifas aeroportuarias.
China	Reducciones en los cargos por aterrizaje, estacionamiento y navegación aérea, así como subsidios para las aerolíneas que operan vuelos en el país.
Hong Kong	El país está apoyando a la Autoridad Aeroportuaria de Hong Kong (AAHK) proporcionando un paquete de ayuda total valorado en HK \$ 2.6 mil millones (USD 335 MM) para la comunidad aeroportuaria, que incluye exenciones de cargos aeroportuarios y ciertas tarifas de licencias, reducciones de alquiler para servicios de aviación, entre otras medidas.
Nueva Zelanda	El gobierno de Nueva Zelanda abrirá una línea de crédito de NZ 900 MM (USD 580 MM) a la aerolínea nacional, así como un paquete de ayuda adicional de NZ 600 MM para el sector de transporte aéreo.
Noruega	Garantía de préstamo estatal condicional para la industria de la aviación por un total de NOK6 BN (USD 533 MM).
Catar	El Ministro de Finanzas de Catar emitió una declaración de apoyo a la aerolínea nacional.
Singapur	Medidas de alivio valoradas en S 112 MM (USD 82 MM) que incluyen reembolsos en los cargos aeroportuarios, asistencia a agentes en tierra y reembolsos de alquiler en el aeropuerto de Changi.
Suiza y Dinamarca	Suecia y Dinamarca anunciaron USD 300 MM en garantías de préstamos estatales para el operador nacional.
Estados Unidos	La industria de transporte aéreo de EE. UU ha recibido USD 50 Bn en virtud de la Ley CARES ACT, de los cuales USD 25 mil millones son subvenciones (incluye un componente de préstamo del 30%) y los USD 25 mil millones restantes entre préstamos y garantías de préstamos.

Fuente: IATA.

Equipo de investigaciones económicas

Jose Ignacio López

Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas

(+57-1) 3538787 Ext. 6165

jose.lopez@corficolombiana.com

Macroeconomía y Mercados

Julio César Romero

Economista Jefe

(+57-1) 3538787 Ext. 6105

julio.romero@corficolombiana.com

Ana Vera Nieto

Especialista Renta Fija

(+57-1) 3538787 Ext. 6138

ana.vera@corficolombiana.com

María Paula Contreras

Especialista Economía Local

(+57-1) 3538787 Ext. 6164

maria.contreras@corficolombiana.com

Juan Camilo Pardo Niño

Analista de Investigaciones

(+57-1) 3538787 Ext. 6120

juan.pardo@corficolombiana.com

Laura Daniela Parra

Analista de Investigaciones

(+57-1) 3538787 Ext. 6196

laura.parra@corficolombiana.com

José Luis Mojica

Analista de Investigaciones

(+57-1) 3538787 Ext. 6107

jose.mojica@corficolombiana.com

Nicolás García Díaz

Practicante de Investigaciones Económicas

(+57-1) 3538787 Ext. 6112

nicolas.diaz@corficolombiana.com

Renta Variable

Andrés Duarte Pérez

Director de Renta Variable

(+57-1) 3538787 Ext. 6163

andres.duarte@corficolombiana.com

Roberto Carlos Paniagua Cardona

Analista Renta Variable

(+57-1) 3538787 Ext. 6193

roberto.paniagua@corficolombiana.com

Daniel Felipe Duarte Muñoz

Analista Renta Variable

(+57-1) 3538787 Ext. 6194

daniel.duarte@corficolombiana.com

Finanzas Corporativas

Rafael España Amador

Director de Finanzas Corporativas

(+57-1) 3538787 Ext. 6195

rafael.espana@corficolombiana.com

Sergio Andrés Consuegra

Analista de Inteligencia Empresarial

(+57-1) 3538787 Ext. 6197

sergio.consuegra@corficolombiana.com

Daniel Espinosa Castro

Analista de Finanzas Corporativas

(+57-1) 3538787 Ext. 6191

daniel.espinosa@corficolombiana.com

Contactos Casa de Bolsa

Mesa Institucional de Acciones

Alejandro Forero

Head de acciones Institucional

(+57-1) 6062100 Ext. 22843

alejandro.forero@casadebolsa.com.co

Juan Pablo Serrano

Trader de acciones Institucional

(+57-1) 6062100 Ext. 22630

juan.serrano@casadebolsa.com

Análisis y Estrategia

Juan David Ballén

Director Análisis y Estrategia

(+57-1) 6062100 Ext. 22622

juan.ballen@casadebolsa.com.co

Omar Suárez

Estratega Renta Variable

(+57-1) 6062100 Ext. 22619

omar.suarez@casadebolsa.com.co

Juan Felipe D'luiz

Analista Renta Variable

(+57-1) 6062100 Ext. 22703

juan.dluiz@casadebolsa.com.co

Sergio Segura

Analista Renta Variable

(+57-1) 6062100 Ext.

sergio.segura@casadebolsa.com.co

Mariafernanda Pulido

Analista Renta Fija

(+57-1) 6062100 Ext. 22710

maria.pulido@casadebolsa.com.co

Santiago Clavijo

Analista Junior Renta Fija

(+57-1) 6062100 Ext. 22602

santiago.clavijo@casadebolsa.com.co

Daniel Jiménez

Practicante Renta Fija

(+57-1) 6062100 Ext. 23632

daniel.jimenez@casadebolsa.com.co

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.