

## Avianca va a requerir ayuda

---

**Roberto Carlos Paniagua Cardona**

Analista Renta Variable

+57 1 3538787 Ext. 6193

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

**Daniel Felipe Duarte Muñoz**

Analista Renta Variable

+57 1 3538787 ext. 6194

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

**Andrés Duarte Pérez**

Director de Renta Variable

+57 1 3538787 ext. 6163

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

- Se realizó un análisis de escenarios para determinar en qué condiciones operacionales Avianca Holdings tendría un patrimonio contable negativo en 2020. Para lo anterior se tomaron una serie de supuestos dentro de los cuales incluimos una carga de costos fijos de 34% (el 66% variables incluyendo el costo del combustible), mantuvimos la relación Galón/Asientos por kilómetro ofrecidos (ASK) del último año, junto con el yield de 2019 (cantidad promedio que un pasajero paga por cada kilómetro volado) de 8.8 centavos de dólar, ubicándose en el rango bajo de los últimos años, y mantuvimos el Load Factor en 80% (porcentaje de sillas llenas), ajustando el ingreso a partir de escenarios sobre los ASKs.
- El bajo nivel patrimonial de Avianca resulta de sumarle un inmenso deterioro contable a su flota de aviones por USD 471 MM en 2019 (USD 250 MM en 4T19), a la problemática estructural que le dio carácter de urgencia al intercambio de bonos realizado el año pasado. Iniciado 2020 la compañía debía continuar su lenta recuperación, pero a partir de una posición contable muy frágil. Así las cosas, con tan solo una contracción anual del 0.6% en el ASK en 2020, las pérdidas de Avianca Holdings serían aproximadamente de USD 207 MM generando un patrimonio contable alrededor de cero. La decisión acertada de mantener al 30% de la flota parquéeada, se constituye en un escenario peor al planteado.
- Sumado a lo anterior, analizamos la posición financiera de United Airlines, socio estratégico de Avianca, bajo un escenario de estrés. En particular, modelamos una reducción significativa en el número de ingresos por silla disponible para la operación del pacífico y atlántico, y en menor medida para los vuelos domésticos. Como resultado, encontramos una compañía con una posición financiera robusta, no obstante, dada la coyuntura actual, podría aplazar el programa de recompra de acciones y ajustar significativamente el guidance de inversión en capital fijo para 2020.
- Así las cosas, creemos que en el muy probable escenario de que Avianca requiera de una inyección adicional de capital, United podría otorgarle recursos, como ya lo hizo en noviembre del año pasado, con préstamos de deuda con términos bastante atractivos. Esto aplica inclusive bajo el escenario de que las aerolíneas estadounidenses reciban un rescate gubernamental.

En el año 2015 Avianca Holdings daba continuidad a su plan de modernización de flota, buscando fortalecer sus conexiones internacionales, en medio de una apuesta regional de crecimiento económico, lo cual generó inversiones considerables a mediano plazo en aeronaves, con el fin de aumentar su capacidad de movilización, incurriendo en un mayor endeudamiento (gráfica 1).

Esta apuesta regional no corresponde solo al sector aeronáutico, pues los planes de expansión en la región, especialmente hacia Centro América, han sido parte de la agenda de las "Multilatinas" de los sectores bancario, consumo y cementero, entre otros. La apuesta -fallida- de los últimos años, consistió en enfocarse en países en vías de

desarrollo, esperando un crecimiento relativo elevado frente a regiones más desarrolladas.

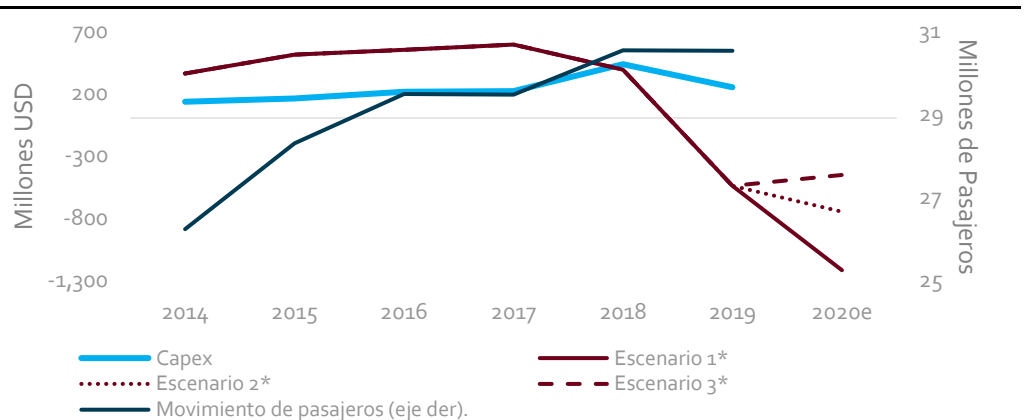
En el caso de Avianca Holdings, aunque el movimiento de pasajeros ha aumentado (crecimiento anual promedio del 2% desde 2015), la apuesta regional no dio los frutos esperados y los niveles de endeudamiento se han mantenido elevados, llevando a la empresa a acelerar la ejecución del plan “Avianca 2021”, el cual incluye la reducción en el pedido de aeronaves, la renegociación de su deuda; donde a diferencia de lo planteado en el 2015, se centra en mayores eficiencias, incluyendo la venta de aeronaves, cancelación de rutas no rentables, entre otros.

A su vez, se ha presentado una mayor devaluación del peso colombiano frente al dólar, afectando el *yield* de la compañía y sus ingresos, considerando que esta consolida sus estados financieros en dólares y que más del 50% de los ingresos provienen de Colombia (53% en 2018 y 51% en 2019). Además, se ha presentado una mayor volatilidad en el precio de los combustibles (explicación al final del documento), presionando sus márgenes operacionales. Sumado a la mayor incertidumbre derivada del coronavirus y sus efectos inciertos en la movilidad de carga y pasajeros.

Dado todo lo anterior, realizamos un ejercicio de escenarios, tomando en cuenta algunas de las principales variables de la compañía, como el *load factor*, *ASKs*, costo del combustible, entre otros, identificando los niveles de ingresos y costos, a partir de los cuales, la compañía arroja un patrimonio negativo.

Más allá de que en el domicilio de Avianca (Panamá), un patrimonio negativo no la obligue a entrar en liquidación, se debe entender que, en este escenario, no quedarían recursos para repartir entre los accionistas de la compañía, especialmente por el carácter de “garantizados” que tienen los bonos que vencen en 2023.

**Gráfica 1. Capex, movimiento de pasajeros y utilidad acumulada**



Fuente: Avianca Holdings. Capital IQ. Cálculos: Corficolombiana. \* Utilidad Acumulada por escenario.

Dentro de nuestros supuestos, cerca del 34% de los costos son fijos, el 66% restante son variables (incluyendo el costo del combustible). En cuanto a los precios del combustible, mantuvimos la relación Galón/ ASK del último año. A nivel de ingresos, el *yield* es el

mismo del 2019 (8.8 centavos de dólar), estando en el rango bajo de los últimos años. Establecimos un *load factor* dentro de los niveles históricos de la compañía (79% a 83%) y planteamos distintos escenarios de ASKs (tabla 1), considerando un mayor impacto en el 1S20. Las cuentas no operacionales mantuvieron un comportamiento orgánico.

Bajo nuestros supuestos, una reducción del 0.6% en el ASKs con un *load factor* del 80% (guidance 2020 del 80% al 82%), pese a menores precios del *jet fuel*, podrían llevar a la compañía a tener una pérdida neta cercana a los USD 207 MM, valor desde el cual tendría un patrimonio negativo (escenario B. tabla 1).

Es importante recordar que, al cierre del 2019 Avianca Holdings registró pérdidas por USD 894 MM, altamente impactada por gastos contables por *impairment* de USD 471 MM, tras el reconocimiento de pérdida de valor en la flota reclasificada en activos para la venta. Por otra parte, según información dada por la compañía en su teleconferencia de resultados, actualmente tiene cerca de USD 650 MM en efectivo frente a los USD 342 MM al cierre del 2019, representando cerca del 14% de sus ventas (vs el 7% al 2019), lo cual la ubicaría en la parte baja del rango habitual de 15% - 20% que tienen las aerolíneas. No obstante, al cierre del 2019 la compañía presenta altos niveles de endeudamiento frente a sus pares (tabla 2).

Adicionalmente, Avianca mantiene activos disponibles para la venta por USD 681 MM, donde recientemente realizó una transacción de *sales and lease back* (compraventa con posterior arrendamiento) con Aerospace Leasing Limited que representa USD 296 MM en efectivo y que debe materializarse en el 1T20. Todo lo anterior ayudaría a mejorar gradualmente la liquidez de la compañía. Por otro lado, habiendo adoptado la IFRS 16, la compañía no tiene mayor espacio de ajuste en el tratamiento de sus operaciones de leasing.

**Tabla 1. Escenarios 2020**

Escenario	A	B	C
ASKs (Var. Anual)	-4.0%	-0.6%	0.0%
Load Factor	79%	80%	82%
Ingresos*	4,354	4,531	4,664
Gasto operacional*	(4,508)	(4,385)	(4,205)
Utilidad Acumulada*	(1,219)	(750)	(456)
Patrimonio	(468)	-	294

Fuente: Avianca Holdings. Capital IQ. Cálculos: Corficolombiana. \* USD MM

**Tabla 2. Comparación frente a pares**

	Avianca Holdings	Gol	Latam Airlines	Azul
Efectivo / Ingreso	7%	19%	14%	14%
Deuda / Ventas	105%	104%	103%	137%
D. Neta / EBITDA	8.7x	4.0x	5.6x	5.9x

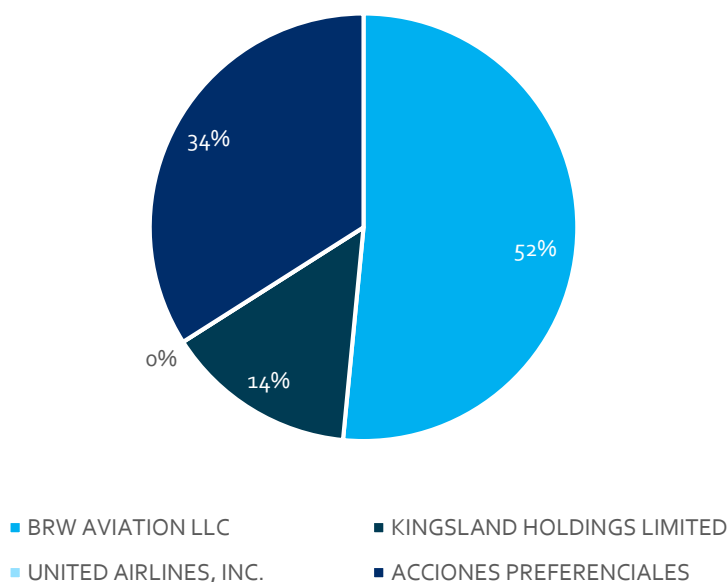
Fuente: Avianca Holdings. Capital IQ. Cálculos: Corficolombiana. Cifras cierre 2019.

Cabe mencionar que, la situación actual de Avianca coincide con el análisis realizado por Casa de Bolsa en su reciente oráculo de Avianca ([ver](#)).

### › *United Airlines y Avianca Holdings*

Dentro de los aspectos más relevantes al analizar la coyuntura de Avianca Holdings, se encuentra su socio estratégico, United Airlines. En Diciembre de 2018, United Airlines desembolsó un crédito garantizado al entonces accionista controlante de Avianca, BRW Aviation Holding LLC (filial de Synergy Aerospace Corporation), por un monto total de USD 465 MM, respaldado por el patrimonio de BRW y las 516 millones de acciones ordinarias de Avianca en posesión de BRW (gráfica 2). Después del incumplimiento del covenant por parte de BRW en el crédito en mayo de 2019, United Airlines otorgó control a Kingsland (accionista minoritario más grande) de Avianca, ejerciendo su derecho en el contrato de préstamo con el fin de garantizar el valor razonable de Avianca.

**Gráfica 2. Composición accionaria Avianca Holdings S.A. diciembre 31 de 2019**



Fuente: Avianca Holdings. Construcción: Corficolombiana.

Adicionalmente, debido a las dificultades financieras de Avianca anteriormente mencionadas, United Airlines concedió nuevamente un préstamo, esta vez directamente a Avianca, por un monto total de USD 150 MM pagadero en un solo monto junto con la suma de los intereses capitalizados en diciembre de 2023 (tabla 3). A partir del primer año del préstamo, los bonos son convertibles en acciones ordinarias o preferenciales (según prefiera United Airlines) sujeto al cumplimiento de una caja mínima en balance de USD 700 MM y al precio del ADR de Avianca (USD 7.00 por 90 de los 120 días anteriores a la conversión). Así mismo, bajo los mismos términos ya descritos, Kingsland otorgó un crédito a Avianca por un monto total de USD 100 MM.

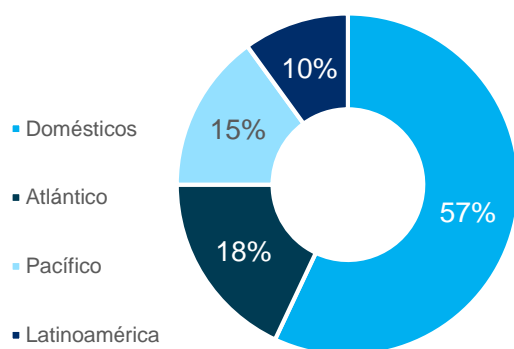
**Tabla 3. Préstamos otorgados por United Airlines a Avianca**

Prestamos United	Monto (USD MM)	Fecha Préstamo	Tasa de interés	Saldo actual (USD MM)	Amortización	Vencimiento
Préstamo BRW	465	nov-18	3.00%	499	Pagos a capital anuales a partir de octubre del 2021	nov-25
Préstamo Avianca	150	nov-19	3% (PIK)	150	Pagadero en una única cuota junto con los intereses capitalizados	dic-23

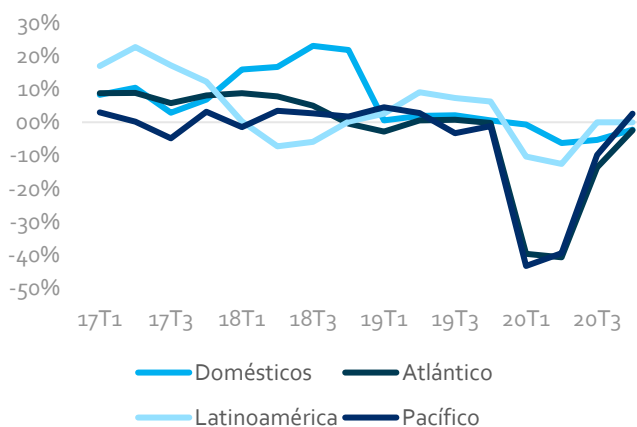
Fuente: 10-K United Airlines Holding. Construcción: Corficolombiana.

Por consiguiente, la exposición total de United Airlines en Avianca corresponde a USD 649 MM teniendo en cuenta también la suma de los intereses no pagados y los costos de transacción relacionados con la originación del préstamo. En este sentido, consideramos analizar la posición financiera actual de United Airlines bajo la coyuntura de desaceleración de la industria de transporte aéreo, en caso de ser necesario un rescate extraordinario a Avianca.

Ante los más recientes hechos, entre estos la prohibición de la llegada de vuelos comerciales provenientes del área Schengen a Estados Unidos, y la posible reducción de vuelos en el pacífico por cuenta del coronavirus, consideramos dentro de nuestros supuestos una reducción en el primer y segundo trimestre en los ingresos por cada silla disponible (RASM) de 40% en promedio, específicamente en las operaciones con que cuenta United Airlines en el pacífico y atlántico. Adicionalmente, al escenario descrito incorporamos un debilitamiento adicional, pero en menor grado, en los vuelos domésticos y de la región latinoamericana entre el 5% – 10% anual, concentrados en los dos primeros trimestres del año (gráficas 3 y 4).

**Gráfica 3. % de ASMs por región**

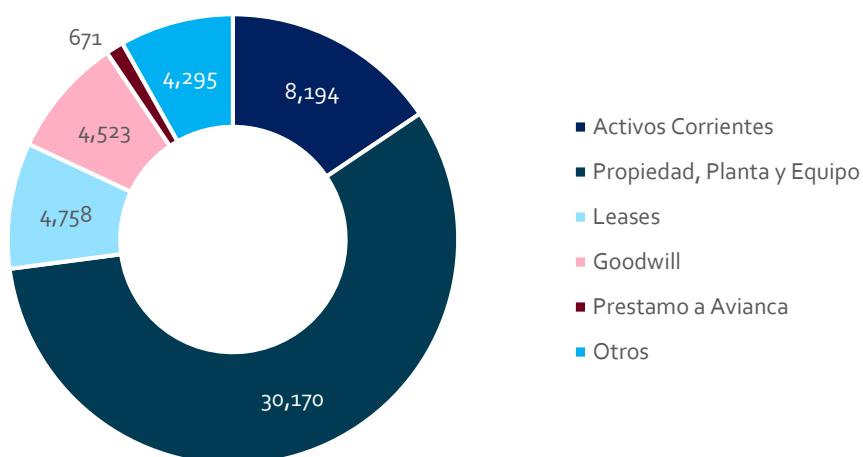
Fuente: Investor Relations United Airlines. Construcción: Corficolombiana.

**Gráfica 4. Evolución del RASMs y proyección 2020**

Fuente: Investor Relations United Airlines. Construcción: Corficolombiana.

De esta forma, las ventas consolidadas y el flujo de caja operacional se contraerían 8.4%, y 11.5% respectivamente, incorporando ya dentro del análisis una reducción en el precio del combustible por cuenta de la caída en los precios del petróleo. Adicionalmente, en el año 2020, United Airlines tiene un vencimiento de deuda por un monto de USD 1,407 MM, un guidance de Capex de USD 7,000 MM y un cupo disponible de recompra de acciones por un monto total de USD 3,100 MM.

**Gráfica 5. Activos de United Airlines a diciembre de 2019 (USD MM)**



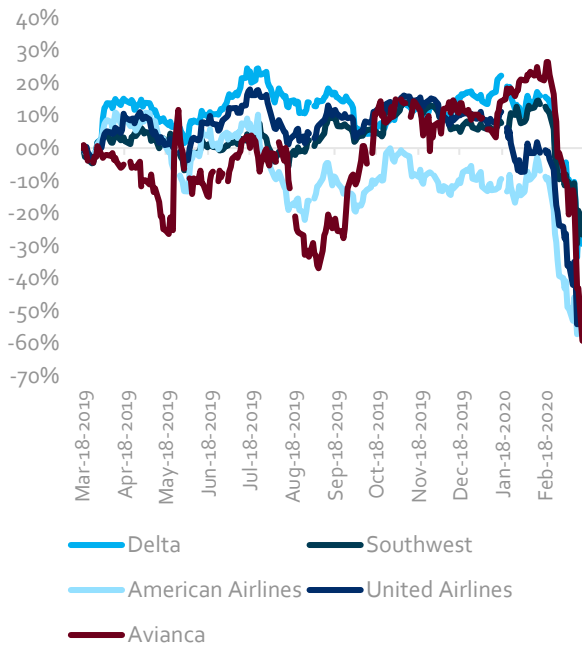
Fuente: Investor Relations United Airlines. Construcción: Corficolombiana.

En consecuencia, consideramos que United Airlines no realizaría recompra de acciones durante 2020, obtendría deuda adicional y ajustaría levemente su inversión en capital dada la desaceleración actual del sector. En tal caso su posición de efectivo bajo una situación de estrés no está comprometida, su nivel de apalancamiento es relativamente bajo con un indicador de deuda neta / EBITDA de 2.0x y un nivel de solvencia estable. Así las cosas, en caso de requerir Avianca una inyección adicional de liquidez, su socio estratégico (United) podría hacerlo, como ya lo hizo en noviembre del año pasado con préstamos de deuda con términos bastante atractivos.

Por último, teniendo en cuenta los niveles de precios observados en la acción de Avianca y sus pares en los últimos días (gráfica 6 y 7), bajo condiciones normales, el intercambio de bonos junto con los préstamos obtenidos en 2019, deberían ser suficientes para operar como fue su plan inicial a finales de 2019. En este sentido, el precio de la acción se vuelve irrelevante toda vez que la compañía no recurriría al mercado para obtener recursos adicionales.

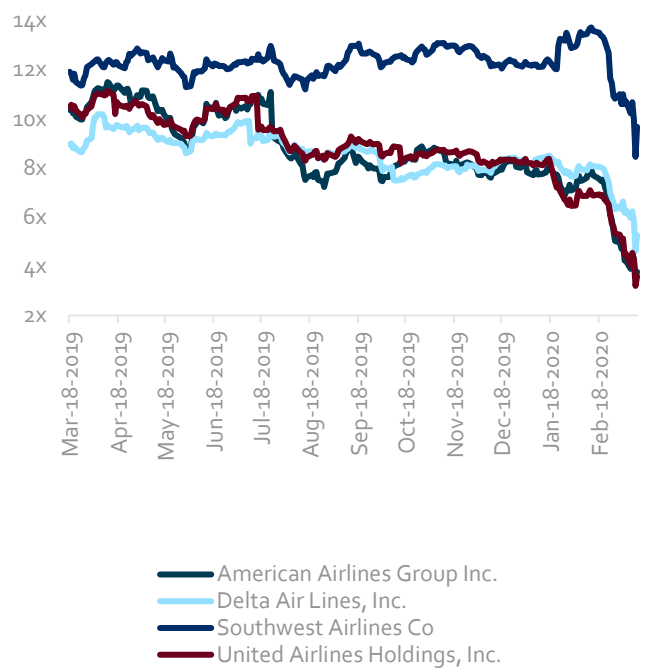
- Precios del Jet fuel: Proyectamos los precios del Jet fuel de ambas compañías a partir de su histórico de precios por barril con respecto a la referencia Brent, aplicados a la curva forward al inicio de esta semana.

**Gráfica 6. Precio de la acción principales aerolíneas**



Fuente: Capital IQ. Construcción: Corficolombiana.

**Gráfica 7. Múltiplo P/E principales aerolíneas**



Fuente: Capital IQ. Construcción: Corficolombiana.

## Equipo de investigaciones económicas

---

### Jose Ignacio López

*Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas.*

(+57-1) 3538787 Ext. 6165

[jose.lopez@corficolombiana.com](mailto:jose.lopez@corficolombiana.com)

## Estrategia Macroeconómica

---

### Julio César Romero

*Economista Jefe*

(+57-1) 3538787 Ext. 6105

[julio.romero@corficolombiana.com](mailto:julio.romero@corficolombiana.com)

### Ana Vera Nieto

*Especialista Renta Fija*

(+57-1) 3538787 Ext. 6163

[ana.vera@corficolombiana.com](mailto:ana.vera@corficolombiana.com)

### Maria Paula Contreras

*Especialista Economía Local*

(+57-1) 3538787 Ext. 6164

[maria.contreras@corficolombiana.com](mailto:maria.contreras@corficolombiana.com)

### Cristhian Alejandro Cruz Moreno

*Especialista Divisas y Commodities*

(+57-1) 3538787 Ext. 6120

[cristhian.cruz@corficolombiana.com](mailto:cristhian.cruz@corficolombiana.com)

### Laura Daniela Parra

*Analista de Investigaciones*

(+57-1) 3538787 Ext. 6196

[laura.parra@corficolombiana.com](mailto:laura.parra@corficolombiana.com)

### José Luis Mojica

*Analista de Investigaciones*

(+57-1) 3538787 Ext. 6107

[Jose.mojica@corficolombiana.com](mailto:Jose.mojica@corficolombiana.com)

### Nicolás Galvez

*Practicante Investigaciones Económicas*

(+57-1) 3538787 Ext. 6112

[nicolas.galvez@corficolombiana.com](mailto:nicolas.galvez@corficolombiana.com)

## Renta Variable

---

### Andrés Duarte Pérez

*Director de Renta Variable*

(+57-1) 3538787 Ext. 6163

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

### Roberto Carlos Paniagua Cardona

*Analista Renta Variable II*

(+57-1) 3538787 Ext. 6193

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

### Daniel Felipe Duarte Muñoz

*Analista Renta Variable II*

(+57-1) 3538787 Ext. 6194

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

## Finanzas Corporativas

---

### Rafael España Amador

*Director de Finanzas Corporativas*

(+57-1) 3538787 Ext. 6195

[rafael.espana@corficolombiana.com](mailto:rafael.espana@corficolombiana.com)

### Daniel Espinosa Castro

*Analista Finanzas Corporativas*

(+57-1) 3538787 Ext. 6191

[daniel.espinosa@corficolombiana.com](mailto:daniel.espinosa@corficolombiana.com)

### Sergio Consuegra

*Analista de Inteligencia Empresarial*

(+57-1) 3538787 Ext. 6197

[sergio.consuegra@corficolombiana.com](mailto:sergio.consuegra@corficolombiana.com)



# Contactos Casa de Bolsa

---

## Mesa Institucional Acciones

---

**Alejandro Forero**

*Head de acciones Institucional*

(+57-1) 6062100 Ext. 22843

[alejandro.forero@casadebolsa.com.co](mailto:alejandro.forero@casadebolsa.com.co)

**Juan Pablo Serrano**

*Trader de acciones Institucional*

(+57-1) 6062100 Ext. 22630

[juan.serrano@casadebolsa.com](mailto:juan.serrano@casadebolsa.com)

## 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.