

Descripción de la compañía

Avianca Holdings es una compañía constituida en el año 2010, en la cual se consolidan las inversiones de un grupo de compañías que incluyen varias aerolíneas con operación internacional y doméstica (Colombia, Perú y Ecuador) especializadas en el transporte de pasajeros y carga, que atiende en forma directa a más de 100 destinos, en 27 países de América y Europa, con una flota de 176 aeronaves de corto, mediano y largo alcance y que a través la membresía con Star Alliance ofrece conectividad a más de 1.200 destinos en 195 países de los cinco continentes, operando 5400 vuelos semanales.

Puntos a favor

- Líder en Colombia y en centro América por la diversificación geográfica fortalecida por el plan de optimización de rutas que viene desarrollando
- Bajos precios de petróleo que benefician los costos por combustibles, en medio de Coberturas que ha realizado la compañía con precios de petróleo a \$42. las cuales al ser con opciones, las pérdidas son las primas que se pagan con montos y riesgos menores.
- Mediciones operacionales que vienen siendo positivas como el Número de pasajeros transportados, la capacidad de sillas y el margen de ocupación estable.
- Cobertura natural entre ingresos y gastos financieros asociados a la variación de la tasa de cambio teniendo en cuenta que los dos están dominados y reportados contablemente en dólares.
- Reducción del 50% del Capex para 2016 lo que permitirá tener menor presión por flujo de caja y se une a la estrategia de reducción en costos realizada.
- A pesar de la baja generación de caja esperada y la expectativa de nuevos endeudamientos, estimamos la compañía podrá realizar la cobertura de sus compromisos de deuda durante el año, a pesar de que para ello podría requerir hacer uso de su caja.

Puntos en contra

- Compañía altamente financiada con deuda con estructura de capital 67%, deuda a Patrimonio de 2.0X.
- Menores ingresos por reducción en tarifas y precios por menor demanda asociada a la devaluación de las monedas Latam que presiona al sector aeronáutico.
- Negocio que requiere altos niveles de inversión.
- Alta concentración de ingresos en Colombia, cerca del 45% en un mercado competido.
- Caja en Venezuela que no esta siendo parte de la caja neta pero si se utiliza para pagar los gastos de operación en este país, se espera que dure 2 a 3 años.
- Bajas expectativas de generación neta de caja positiva, en medio de un flujo de caja operacional bajo, flujo de inversión que requiere niveles promedio para mantenimientos y flujo de financiamiento que podría estar presionado a nuevos.
- Rentabilidad de pasajeros por KM volado que ha venido disminuyendo.

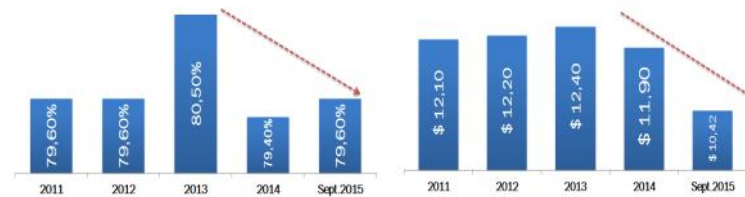
Proyectos

- Recorte 50% de Capex de la flota y menores gastos asociados a la planeación de tripulaciones
- Entre los años 2015 y 2019 las aerolíneas recibirán 11 aeronaves Boeing 787 Dreamliner, un ATR 72-60, 50 aeronaves de la familia Airbus A320, 17 equipadas con sharklets y 33 con la nueva configuración de motor
- Las aeronaves Airbus A320 y Boeing 787 Dreamliner permitirán la incorporación de tecnología eco-eficiente con la que se obtendrán importantes ahorros de combustible.
- para el 2016 de las 11 aeronaves programadas, 5 entregas ya se han pospuesto y se espera crecimiento de flota para finales de 2016 en (-1).

Número de Pasajeros (Miles) Sillas Disponible por Km (Millones)



Factor de Ocupación Ingreso por pasajero por Km (USD)



Clasificación de Ingresos (Miles USD) Clasificación de Gastos (Miles USD)



Composición Deuda por Acreedor Composición Deuda por Moneda



Perfil de Vencimiento de la Deuda (Millones de USD)



Flujo de Caja (Miles de USD)

COP MM	2012	2013	2014	Acum. 2015
Operacional	\$ 391,226	\$ 544,642	\$ 259,389	\$ 64,782
Inversión	\$ (300,805)	\$ (483,259)	\$ (243,627)	\$ (281,610)
Financiamiento	\$ 16,744	\$ 289,294	\$ (56,122)	\$ 227,985
Variación Neta de Caja	\$ 107,165	\$ 350,677	\$ (40,360)	\$ 11,157
Efecto de tipo de cambio	\$ 7,106	\$ (18,097)	\$ (55,907)	\$ (22,171)
Caja al inicio del periodo	\$ 288,726	\$ 402,997	\$ 735,577	\$ 640,891
Caja al final del periodo	\$ 402,997	\$ 735,577	\$ 639,310	\$ 629,877
Ratio Rentabilidad de Caja (F. Operacional/Activos)	9.1%	7.2%	4.2%	1.0%

Balance General (Miles de USD)

Miles USD	2012	2013	2014	Sept. 2015
Caja	\$ 402,997	\$ 735,577	\$ 639,310	\$ 629,877
Activos Corrientes	\$ 879,561	\$ 1,295,188	\$ 1,323,232	\$ 1,254,481
Activos Totales	\$ 4,320,923	\$ 5,179,037	\$ 6,185,329	\$ 6,601,970
Pasivos Corrientes	\$ 1,530,825	\$ 1,658,231	\$ 1,889,358	\$ 1,636,913
Pasivos Totales	\$ 3,568,821	\$ 3,964,291	\$ 4,977,824	\$ 4,918,967
Patrimonio	\$ 752,102	\$ 1,214,746	\$ 1,207,505	\$ 1,683,003
Deuda Neta	\$ 1,940,015	\$ 2,039,047	\$ 3,061,036	\$ 3,226,981
Deuda Total	\$ 2,343,012	\$ 2,774,624	\$ 3,700,346	\$ 3,856,858
Deuda Corto Plazo	\$ 770,713	\$ 823,294	\$ 987,415	\$ 921,843
Deuda Largo Plazo	\$ 1,572,299	\$ 1,951,330	\$ 2,712,931	\$ 2,935,015

Composición Accionaria

Synergy Aerospace	51.53%
Minoritarios	19.61%
Kingsland Holdings	14.46%
Avianca Holdings ADR Program	14.40%

Datos Básicos

Sector	Aeronáutico
Ticker Bloomberg	PFAVH CB
No acciones	1,001,307,920
Cap. Bursátil (US\$Miles)	\$ 461,041
Deuda (US\$Miles)	\$ 2,935,015
Caja (US\$Miles)	\$ 629,877
EV (US\$Miles)	\$ 2,781,688

Calificación de Emisor

Calificadora	Calificación
Moody's	BB-
Standard & Poor's	B+
Fitch Internacional	BB-

Calificación de Bono

Vencimiento	Valor USD	Cupón	Calificación S&P B
05/10/2020	\$550,000,000	8.375%	Fitch B+

Termómetro AdCap

Probabilidad de Default

Modelo de Altman

Z = 1.07

De continuar como viene podría incrementar su perfil de riesgo.

Modelo de Merton

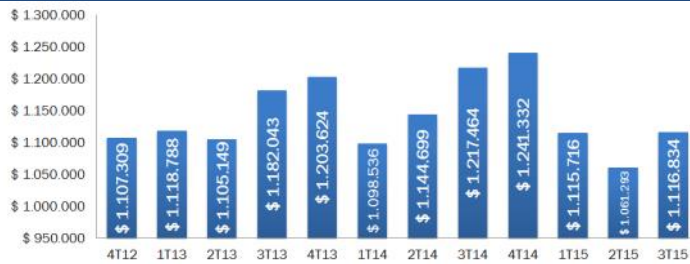
Probabilidad de Default a un año media: 1.10%

Tasa de Recuperación media: 92.64%

Ver Nuestro Termómetro en detalle

Análisis Corporativo Cifras en miles de USD

Ingresos Totales



EBITDA vs Margen EBITDA



Utilidad Operacional y Margen Operacional



Utilidad Neta y Margen Neto



EBITDA/Intereses y Deuda/EBITDA



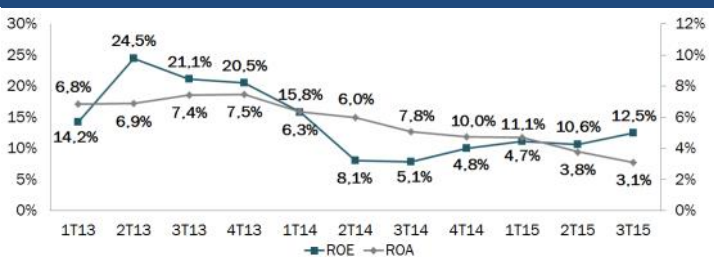
Deuda/Patrimonio y D/(D+E)



Ratio Corriente y Prueba Ácida



ROE vs ROA



Evaluación Corporativa

La compañía evidencia un menor crecimiento en los ingresos motivado por la reducción en tarifas que ha implementado con el fin de mantener volúmenes de venta, en medio de la devaluación de las monedas en Latinoamérica que ha afectado en general al sector aeronáutico. A nivel de estructura de costos ha tenido mejoras motivada por los bajos precios de petróleo que benefician los gastos en combustibles y que han compensado parte de la presión operacional que se ha registrado en la compañía.

Sus resultados no operacionales se ven afectados por los gastos financieros, dada la alta deuda que maneja la compañía, la cual se encuentra en niveles en que su relación Deuda/Patrimonio de 2.0X y su estructura de capital del 67.0% evidencian niveles altos.

Su Ebitda ha venido disminuyendo y presionando con ello ratios de crédito. Así como se hacen evidentes márgenes de rentabilidad bajos.

Consideramos como positivo las coberturas al 100% con precio de petróleo a \$42 que ayudarán a disminuir el riesgo por las fluctuaciones en la cotización que puede tener este commodity, sin embargo, destacamos que la compañía requiere hacer modificaciones estratégicas importantes que generen un mejor resultado operacional, incrementando ingresos y reduciendo en mayor proporción los costos para satisfacer las necesidades de plan de inversiones sin la necesidad de incrementos relevantes de su deuda que podría deteriorar sus ratios corporativos y ser objeto de bajas de calificación crediticia por parte de las entidades especializadas.

A nivel de liquidez la compañía se observa con presión a corto plazo siendo su ratio de 0.77X, mientras las expectativas de generación neta de caja son bajas, en medio de un flujo de caja operacional bajo, un flujo de inversión que requiere niveles promedio para mantenimientos lo cual seguirá demanda flujos importantes y un flujo de financiamiento que podría estar presionado a nuevos endeudamientos para solventar las presiones monetarias que se generarán por pago de dividendos y cubrimiento del servicio a la deuda, lo cual podría demandar igualmente consumo de la caja con la que viene la compañía, la cual se ha mantenido en periodos anteriores en niveles estables.

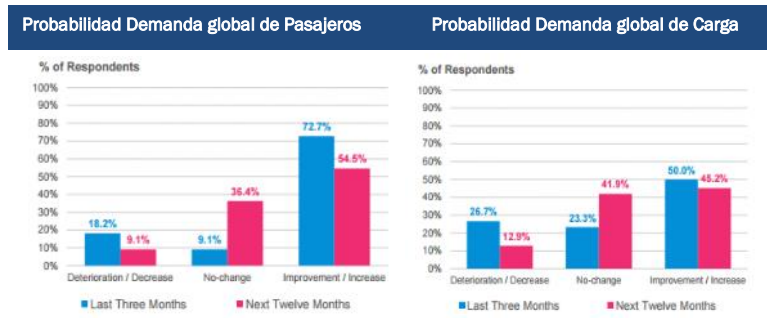
Análisis Sector Aeronáutico

Comportamiento

- El crecimiento de demanda de pasajeros a nivel global durante el año 2015 reveló un aumento del 6% comparado con el año anterior a pesar de la debilidad económica de los mercados emergentes. El crecimiento más fuerte se dio en compañías del Oriente Medio con una rentabilidad por pasajero y por kilometro (RPK) del 10.5%.
- En cuanto al tráfico de pasajeros en América Latina se mantuvo constantes y con pocas señales de desaceleración al final del año 2015. El único decrecimiento observado en la zona fue específicamente en Brasil argumentado principalmente por las condiciones económicas difíciles que presenció durante el año.
- Los costos de operación de la industria muestran una reducción en comparación al año 2014 como respuesta a los precios relativamente bajos de crudo y todos los derivados usados como combustibles para los aviones. En los últimos meses se obtuvo un decrecimiento del 45.5% de los costos en general de las aerolíneas registradas a nivel global.

Perspectiva

- Se espera que la industria para el 2016 continúe con su crecimiento positivo y que alcance una rentabilidad del 45.7% para los próximos doce meses, sustentado principalmente por los pronósticos de unos costos bajos operacionales por culpa de unos bajos precios de petróleo. La probabilidad de decrecimientos de costos es del 77.1% y frente a una probabilidad de incremento del 12.1% para los próximos 12 meses. (Ver gráfica a la izquierda)
- Se estima que el volumen de pasajeros continuará en crecimiento en los próximos doce meses con una probabilidad del 55% y para el volumen de carga con una probabilidad del 45.2% por debajo del 50% dadas las bajas expectativas de una mejoría en el comercio mundial específicamente en los mercados emergentes.
- Para el año 2015, se ha visto una tendencia positiva en el retorno de capital invertido (ROIC) para los inversionistas de esta industria, se prevé que se alcance un retorno de 8.6% para el 2016 frente a un 8.3% del 2015. Análogamente para el costo de capital (WACC) se ha observado una tendencia de decrecimiento la cual se espera que alcance el 7% para el presente año.
- En cuanto a América Latina, se ha observado que la zona ha enfrentado difíciles momentos por debilidad económica y altos tipos de cambio que han desestimulado tanto la línea de carga comercial y la de pasajeros. Se prevé para el 2016 se tenga una recuperación en la utilidad neta de 0.4\$USD billones luego de una pérdida de 0.3\$USD billones en el 2015.



Costos Operacionales Globales

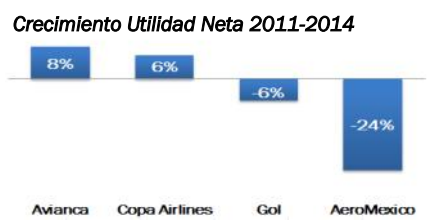
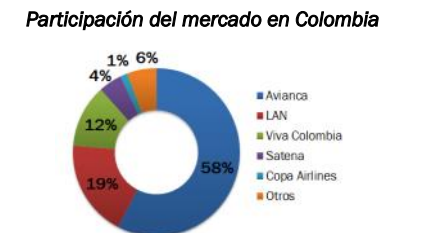
	2014	2015	2016 (Est)
Gasto por Combustible (\$Mil Millones USD)	\$ 226	\$ 180	\$ 135
% Cambio anual	-2%	-20,5%	-25%
% Costos Operacionales	31,6%	27,4%	20,6%
Uso de Combustible (Mil Millones de Litros)	278	290	303
% Cambio anual	4,2%	4,2%	4,6%
Precio Combustible (\$/Barril)	\$ 114,80	\$ 68	\$ 63,8
% Cambio Anual	-7,8%	-41%	-5,8%
% Diferencia sobre el precio del crudo	14,9%	23,1%	25,0%

Resultados Operativos para Latinoamérica

	2014	2015	2016 (Est)
Utilidad Neta despues de Impuesto (Mil Millones USD)	\$ 0,20	\$ (0,30)	\$ 0,40
Utilidad por pasajero (\$USD)	\$ 0,60	\$ (1,05)	\$ 1,26
Porcentaje de los ingresos	0,4%	-0,9%	1,1%
Crecimiento de Ingreso por Pasajero (RPK)	7%	6%	7%
Crecimiento de Disponibilidad de Asiento por KM (ASK)	4,7%	5,6%	7,5%
Factor de Ocupación	62,6%	61,7%	61,4%



Comparación Avianca Holdings con el sector



Datos Estimados 2015 Empresas Comparables (Millones USD)

Compañía	Ingresos Netos	EBITDA	Utilidad Neta	Margen Neto	Flujo de Caja Libre
Avianca Holdings	\$ 4.414	\$ 471	\$ 163	3,70%	-\$ 179,0
Spirit	\$ 2.331	\$ 620	\$ 302	12,95%	-\$ 128,7
Copa Airlines	\$ 2.262	\$ 397	\$ 211	9,33%	\$ 26,5
Lan (Chile)	\$ 10.208	\$ 1.462	-\$ 150	-1,46%	-\$ 554,9
AeroMexico	\$ 2.572	\$ 387	\$ 80	3,10%	\$ 65,6
Promedio	\$ 4.357,42	\$ 667,20	\$ 121,26	5,52%	-\$ 154,1