

Fitch Afirma Calificación de Bonos Avianca 2009 en 'A+(col)'; Perspectiva Negativa

Fitch Ratings - Bogotá - (Julio 8, 2016): Fitch Ratings afirmó las calificaciones nacionales de largo plazo en 'A+(col)' a las series que conforman la Emisión de Bonos Ordinarios Avianca 2009 por hasta COP500.000 millones en conjunto. La Perspectiva de la calificación es Negativa.

Fitch tomó las siguientes acciones de calificación:

- Bonos Avianca 2009 Serie A - 5 años hasta por COP75.000 millones
- Señalada como 'PIF' – (Pagada totalmente)
- Bonos Avianca 2009 Serie B - 7 años hasta por COP158.630 millones
- Afirmó la calificación a 'A+(col)'; Perspectiva Negativa.
- Bonos Avianca 2009 Serie C - 10 años hasta por COP266.370 millones
- Afirmó la calificación a 'A+(col)'; Perspectiva Negativa.

Las calificaciones de los Bonos Avianca 2009 se encuentran altamente relacionadas con la calidad crediticia de Avianca S.A. (Avianca) e incorporan la estructura de la emisión. Esta última contempla distintos mecanismos de apoyo crediticio brindándole seguridad mayor a los tenedores de bonos. Asimismo, Fitch consideró el desempeño bueno del activo subyacente. Las calificaciones asignadas comprenden el pago oportuno de interés y capital programado (*timely*).

FACTORES CLAVE DE LAS CALIFICACIONES

Calidad Crediticia del Originador:

Las calificaciones están altamente relacionadas con la calidad crediticia de Avianca como emisor, puesto que el comportamiento de los flujos que sirven de repago de la emisión dependen del desempeño operativo de la entidad. Es así como el emisor es la contraparte a la que se transfieren los riesgos a los que está expuesto el repago puntual de los bonos. El 24 de marzo de 2016, Fitch bajó la calificación internacional de largo plazo de Avianca Holdings S.A. (Avianca Holdings) como emisor de 'BB-' a 'B' y mantuvo la Perspectiva Negativa.

Puntuación de Evaluación de Negocio en Marcha:

Avianca debe continuar funcionando para que el colateral y el flujo de efectivo puedan ser generados para servir la deuda. Una estructura tradicional de flujos futuros brinda protección legal a los inversionistas de estos flujos de efectivo bursatilizados siempre y cuando la empresa siga operando. Para capturar este elemento en una transacción de flujos futuros, Fitch utiliza la puntuación GCA que define el tope máximo de niveles hacia arriba de la calificación de la transacción sobre la calificación de Avianca como Emisor.

Desempeño del Activo Subyacente:

Al primer trimestre de 2016 (1T16), los ingresos provenientes del activo subyacente superaron las estimaciones iniciales realizadas por Avianca. Estos son producto del aumento en la participación de mercado y del efecto consecuente sobre las ventas en los puntos de venta con códigos comprometidos. En escenarios de estrés analizados por Fitch las coberturas del servicio de la deuda no presentaron cambios significativos frente a revisiones anteriores y estuvieron en niveles acordes con la categoría de la calificación.

Mejoras Crediticias:

La estructura cuenta con un fondo de liquidez, constituido al inicio de la emisión, equivalente a 15% del saldo insoluto de los bonos. Tal respaldo mejora el riesgo crediticio de la emisión debido a que protege a los tenedores de los bonos ante posibles pérdidas en el activo subyacente. El fondo permanecerá vigente durante toda la vida de la emisión.

Estructura y Administración de la Transacción:

La prelación de pagos establecida para la emisión y la limitación del reparto de exceso de efectivo son favorables, dados los eventos de incumplimiento y causales de vencimiento anticipado. El cumplimiento

de determinados indicadores de gestión, consignados en el prospecto, permite monitorear continuamente la calidad crediticia de Avianca y tomar acciones tanto oportunas como pertinentes ante la posibilidad de incursionar en la ley 1116/06.

SENSIBILIDAD DE LAS CALIFICACIONES

Cambios en la Calidad Crediticia de Avianca:

Un cambio en el perfil crediticio del emisor afectaría las calificaciones de los bonos y estas se moverían en la misma dirección que la calificación de la contraparte.

Deterioro del Recaudo:

Una reducción considerable en el recaudo de los códigos comprometidos podría afectar el flujo recaudado para atender las obligaciones del patrimonio autónomo y, en consecuencia, aumentaría la exposición al riesgo de incumplimiento.

RESÚMEN DE LA EMISIÓN

Puesto que el comportamiento de los flujos que sirven de repago de la emisión dependen del desempeño operativo de Avianca, las calificaciones de los bonos están relacionadas altamente con la del emisor. Siendo así, estas estarían sujetas a variaciones en la calificación de Avianca como la contraparte a la que se le han transferido los diferentes riesgos a los que está expuesto el repago puntual de la deuda calificada. Un cambio en la calificación de la contraparte afectará la calificación de bonos y su calificación se moverá con la calificación de la contraparte.

La calidad crediticia de Avianca como emisor está estrechamente ligada a la calidad crediticia de Avianca Holdings dada su estructura corporativa, fuerte relación con sus subsidiarias (Avianca y Grupo TACA) y a que estas últimas representan la fuente principal de generación de flujo de caja para el holding.

La calificación de Avianca Holdings como emisor refleja el deterioro continuo del perfil financiero de la compañía en medio de un entorno operativo difícil. Fitch considera que cualquier recuperación material en su perfil crediticio será poco probable en el corto y medio plazo. A diciembre de 2015, el apalancamiento bruto ajustado de Avianca Holdings empeoró hasta superar los niveles esperados por la agencia y llegó a una razón de deuda total ajustada/EBITDAR de 7,4 veces (x). Las proyecciones previas de Fitch incorporaban un apalancamiento en el rango de 5,0x a 5,5x para finales de 2015 y un desapalancamiento en el mediano plazo. La Perspectiva Negativa refleja la opinión de Fitch de que el apalancamiento y los márgenes operativos brutos ajustados de Avianca seguirán débiles para la categoría de calificación durante los próximos 12 a 18 meses. Lo anterior se debe a las condiciones macroeconómicas y empresariales actuales que prevalecen en sus mercados principales. Además, la perspectiva incorpora una revisión del debilitamiento de los indicadores crediticios de Avianca Holdings en comparación con sus pares globales dentro de la categoría de calificación. (Para más información ver *"Fitch Downgrades Avianca Holdings S.A.'s IDRs to 'B'; Outlook Remains Negative"* del pasado 24 de marzo de 2016 disponible en www.fitchratings.com).

El desempeño del activo subyacente de la emisión ha sido satisfactorio e incluso superior a lo esperado. En los últimos 12 meses (Mayo 2015 – Mayo 2016), los ingresos acumulados provenientes del activo subyacente presentaron un crecimiento importante, cercano a 20% frente al año anterior. Este fue producto de un aumento en la participación de mercado y del efecto consecuente sobre las ventas en los puntos de venta cuyos códigos están comprometidos. Al 1T16, el recaudo de estos códigos habría superado las estimaciones iniciales realizadas por Avianca al inicio de la emisión. Sin embargo, una reducción considerable en el recaudo de los códigos comprometidos podría afectar el flujo recolectado para atender las obligaciones del patrimonio autónomo y, por lo tanto, aumentaría la exposición al riesgo de incumplimiento. No ha sido necesario incorporar códigos adicionales puesto que el recaudo de los códigos comprometidos superó, en todo momento, el servicio máximo de deuda de los bonos de 2x.

Los flujos futuros provenientes del activo subyacente fueron sometidos a escenarios de estrés diversos, sensibilizando distintas variables que inciden en el comportamiento del flujo como el crecimiento en ventas, tasa de interés de la deuda, cotización del precio del dólar estadounidense, entre otras. En estos escenarios evaluados las coberturas del servicio de la deuda no presentaron cambios significativos frente a las revisiones anteriores y se mantuvieron en niveles acordes con la calificación afirmada.

En opinión de Fitch contar con un fondo de liquidez fondeado al inicio de la emisión y equivalente a 15% del saldo insoluto de los bonos le otorga una fortaleza importante a la estructura de la transacción. El fondo permanecerá vigente durante toda la vida de la emisión. Tal respaldo mejora el riesgo crediticio de la emisión puesto que protege a los tenedores de los bonos ante posibles pérdidas en el activo subyacente. A mayo de 2016, la cuenta de apropiación de fondos para pago de capital contaba con recursos líquidos por COP73.718 millones. El próximo pago de capital está previsto para agosto de 2016, por un total de COP79.315 millones, con lo cual el saldo de la serie B se reduciría a cero.

La estructura legal de la emisión y el esquema de administración de los recursos de la transacción, son apropiados y permiten aislar satisfactoriamente los activos subyacentes del riesgo corporativo del originador. El manejo adecuado de los flujos que alimentan el patrimonio autónomo, la prelación de pagos establecida para la emisión y la limitación del reparto del excedente de efectivo dados los eventos de incumplimiento y causales de vencimiento anticipado según el prospecto de emisión, son favorables en opinión de Fitch. Además, el cumplimiento de determinados indicadores de gestión consignados en el prospecto permiten un monitoreo continuo de la calidad crediticia de Avianca, y permite acciones oportunas y pertinentes ante la posibilidad de incursionar en la ley 1116/06.

SUFICIENCIA DE INFORMACIÓN

Avianca, como originador, suministró a Fitch información sobre el comportamiento del activo subyacente y del patrimonio autónomo que incluye: saldo, pagos de interés, amortización de capital y otras variables clave. La información se entregó en el formato solicitado por la calificadora y, al ser revisada, se encontró que era adecuada para el análisis.

Contactos Fitch Ratings:

Nicolás Torres (Analista Líder)
Director Asociado
+571 484 6770 Ext. 1720
Fitch Ratings Colombia S.A. SCV
Calle 69ª No. 9 - 85,
Bogotá, Colombia

Silvana Vargas (Analista Secundario)
Analista
+571 484 6770 Ext. 1252

Greg Kabance (Presidente del Comité de Calificación)
Director Ejecutivo

Relación con los medios: Mónica Saavedra, Bogotá. Tel. + 57 1 484-6770 Ext. 1931.
E-mail: monica.saavedra@fitchratings.com.

Las calificaciones señaladas fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto, Fitch ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

Fecha del Comité Técnico de Calificación: julio 07, 2016.
Acta Número: 4418
Objeto del Comité: Revisión Extraordinaria

Definición de la Calificación: La calificación A+(col) corresponde a una sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas pudieran afectar la capacidad de pago oportuno de sus compromisos financieros, en un grado mayor que para aquellas obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

Dentro del análisis de calificación Fitch tiene en cuenta los criterios a los que alude el artículo 4 del Decreto 610 de 2002, cuando se trata de entidades descentralizadas del orden territorial.

Metodologías aplicadas:

- Criterio Global de Calificación de Finanzas Estructuradas (Junio 27, 2016);
- Metodología de Calificación de Bursatilización de Flujos Futuros (Agosto 12, 2015).

La calificación de riesgo crediticio de Fitch Ratings Colombia S.A. Sociedad Calificadora de Valores constituye una opinión profesional y en ningún momento implica una recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni constituye garantía de cumplimiento de las obligaciones del calificado. Miembros del Comité Técnico de Calificación que participaron en la reunión en la cual se asignó la(s) presente(s) calificación(es)*: Greg Kabance, María Moreno y Andrés de la Cuesta. *Las hojas de vida de los Miembros del Comité Técnico podrán consultarse en la página web de la Sociedad Calificadora: www.fitchratings.com.co.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE [HTTPS://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](https://fitchratings.com/understandingcreditratings). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB WWW.FITCHRATINGS.COM. LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FITCH PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FITCH.

Derechos de autor © 2016 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, así como en la realización de otros informes (incluyendo información prospectiva), Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones e informes de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación o un informe será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones y sus informes, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones y las proyecciones de información financiera y de otro tipo son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones y proyecciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmo una calificación o una proyección.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo, y Fitch no representa o garantiza que el informe o cualquiera de sus contenidos cumplirán alguno de los requerimientos de un destinatario del informe. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión y los informes realizados por Fitch se basan en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones y los informes son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por una calificación o un informe. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1,000 a USD750,000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10,000 y USD1,500,000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.

Solamente para Australia, Nueva Zelanda, Taiwán y Corea del Norte: Fitch Australia Pty Ltd tiene una licencia australiana de servicios financieros (licencia no. 337123) que le autoriza a proveer calificaciones crediticias solamente a "clientes mayoristas". La información de calificaciones crediticias publicada por Fitch no tiene el fin de ser utilizada por personas que sean "clientes minoristas" según la definición de la "Corporations Act 2001".