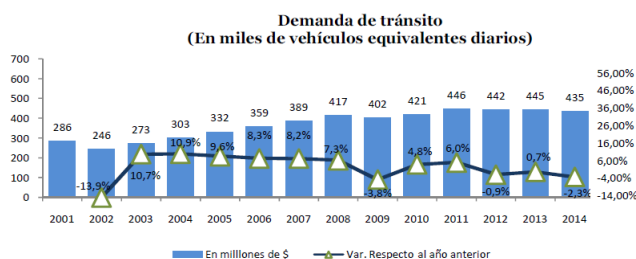


20 de Marzo de 2015

AUTOPISTA DEL SOL

Las acciones de compañías cuyo negocio es menos dependiente del ciclo económico suelen mostrar una menor volatilidad. Como sus resultados son más estables en relación a otras empresas, los dividendos y las cotizaciones siguen el mismo camino. Dentro de este grupo se encuentran las empresas de bienes de consumo básicos y servicios públicos (agua, gas y electricidad).

De más está decir que nuestro mercado rompe totalmente la regla. Las empresas de servicios públicos (eléctricas fundamentalmente) lideran el ranking de volatilidad producto de la incertidumbre y especulaciones en torno a la política tarifaria. En la misma orbita encontramos a Autopista del Sol S.A., una empresa que por tipo de negocio debería mostrar ingresos relativamente estables, la demanda de tránsito no suele presentar grandes saltos (ver gráfico a continuación). Sin embargo, al contar con precios completamente regulados y costos que se mueven con la inflación, sus resultados son bastante volátiles, inciertos y poco alentadores en el último tiempo. Adelantándonos a las conclusiones, los beneficios dependerán íntegramente de la política tarifaria, de la renegociación del contrato de concesión y del manejo de deuda en moneda extranjera.



Fuente: Memoria y estados financieros al 31 de diciembre de 2014.

Autopista del Sol posee hasta el 2020 la concesión de una de las vías más importantes de Buenos Aires, que incluye 95km de la Panamericana y 24km de la General Paz. Sus ingresos se concentran en el peaje del Ramal Campana y en el peaje de Pilar. Si bien la demanda de tránsito creció moderadamente en

los últimos años, los resultados no son muy estimulantes. Los precios de la acción lo reflejan mejor que nadie. A pesar del reciente rally de precios, la acción medida en dólares (y teniendo en cuenta la reducción de capital de principios de 2013) recién busca recuperar los niveles de 2011 aunque, como veremos, con un balance más sano.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Reuters.

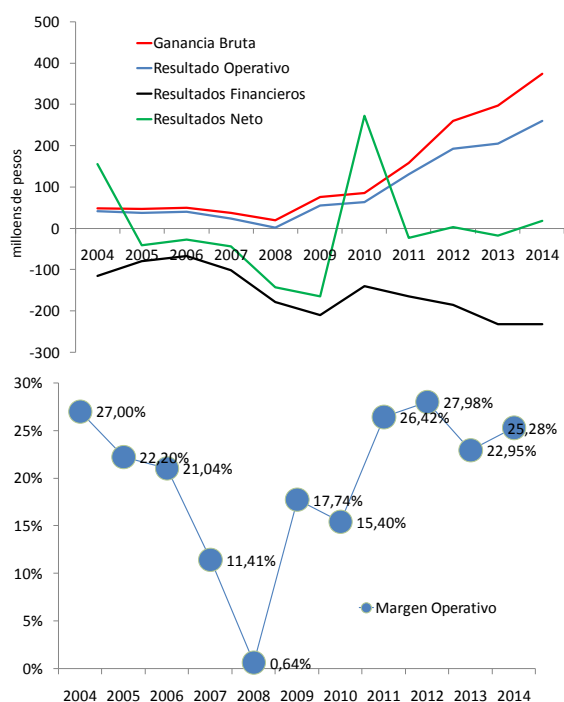
Relación Conflictiva

La relación conflictiva entre la compañía y el Órgano de Control de Concesiones Viales (OCCOVI) tiene varios puntos. En primer lugar, el contrato de concesión vence en el 2020 y todavía no hay avances claros en la renegociación y extensión de la concesión. En segundo lugar, los precios de las tarifas de peaje se han movido por debajo de la inflación por varios años perjudicando seriamente la ecuación económico-financiera y recién el último tiempo se han equiparado. Si bien durante el 2014 se implementó un ajuste, todavía queda pendiente implementar la totalidad de las tarifas aprobadas. Por otro lado, la empresa se encuentra intervenida administrativamente por Autoridad de Aplicación desde la restructuración de deuda en el año 2009, en principio hasta el 2015. La última disputa se produce debido a que el órgano de control instruyó a la empresa a construir de ciertos tramos en el Ramal Campana y en el Ramal Pilar con los excedentes de caja generados. Sin embargo, como veremos, estos excedentes se encuentran afectados al cumplimiento de obligaciones financieras y la propia sociedad determinó su indisponibilidad.

Los resultados

Los ingresos de la empresa entre el 2002 y el 2008 crecieron (77%) bien por debajo de la inflación (180%). En cambio, a partir de entonces, los ingresos se incrementaron un 346% frente a un aumento aproximado del 300% en el nivel de precios, recuperando algo del terreno perdido. Punta contra punta, el precio del peaje creció aproximadamente un 790% en hora no pico y un 950% en hora pico desde el 2001, levemente por debajo de la inflación.

Los siguientes gráficos resumen bastante bien los desafíos de la compañía. Con altibajos, los resultados operativos son positivos y crecientes. Estos van de la mano de los aumentos permitidos por el organismo de control, dado que por el lado de los gastos hay un fuerte componente inercial por el peso de los gastos de personal (60%). Los márgenes en los últimos años se mantuvieron por encima del 25%. Sin embargo, salvo en el año 2010 producto de una reestructuración de la deuda financiera, la compañía no fue rentable (resultados netos) en la última década. Esto se debe a que los egresos financieros se llevaron todos los resultados operativos del negocio.

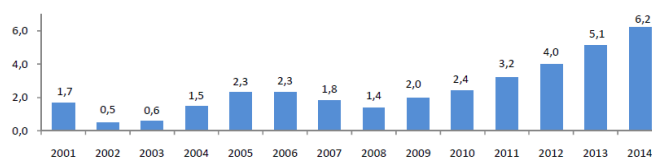


Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance contable.

La carga financiera

La deuda nominal alcanza los U\$63,2 millones, con una composición del 87,5% en dólares y del 12,5% en pesos. En el último tiempo la deuda viene experimentando una marcada reducción, ya que de acuerdo con el contrato de emisión de las ON en dólares con vencimiento en 2020 debe realizar el rescate obligatorio por un monto equivalente al flujo de caja en exceso de cada semestre. Para la primera parte del 2015, el monto total que se debe destinar al rescate es de \$188,4 millones. En el 2014 los pasivos cayeron en \$121,7 millones también por estas cancelaciones. Cabe destacar que por la reducción de deuda y el aumento del EBITDA, el ratio de cobertura de intereses mejoró en el último tiempo, siendo en la actualidad de 6,2 veces.

Relación Ebitda sobre Intereses



Fuente: Memoria y estados financieros al 31 de diciembre de 2014.

Si bien la empresa cuenta con un buen flujo de caja para hacer frente al pago de intereses, en el 2015 deberá también afrontar vencimientos de capital, sobre todo en el primer semestre. A los fondos que ya están comprometidos para el rescate anticipado de la ON al 2020, hay que sumarle un vencimiento en el mes de junio de una ON en pesos por un total (capital más intereses) de \$67,6 millones. Con lo cual, la empresa estará muy ajustada en el corto plazo y posiblemente tenga que refinanciar una parte de su deuda, esto dependerá del aumento de tarifas. Otra dificultad radica en la posibilidad de rolear deuda dado que la mayor parte de sus ON vencen en 2020, justamente el mismo año en que el que finaliza la concesión.

En resumen, la empresa pudo mantener los márgenes operativos en los últimos años gracias a los incrementos tarifarios y cierta mejora en los resultados operativos, pero debido a la carga de deuda no puede obtener beneficios para los accionistas. Para adelante, será vital que los

aumentos avalados por la autoridad de aplicación se muevan por lo menos a la par de la inflación para continuar reduciendo la carga de deuda y lograr después de mucho tiempo resultados netos positivos. El mayor desafío son los compromisos financieros de corto plazo y la necesidad de un eventual roleo, no es casualidad que el rendimiento de la ON en dólares al 2022 supere el 10%.

De alinearse un poco los planetas en el futuro, contar con una política tarifaria más favorable y lograr una extensión de la concesión, la empresa tiene mucho potencial debido al importante desendeudamiento. Si la concesión se termina en el 2020, el valor de la empresa dependerá del valor de sus activos propios no ligados a la concesión, hoy muy difícil de saber y determinar, y de los beneficios de acá al 2020. Al igual que una gran parte de las acciones locales, las decisiones políticas son un pilar fundamental en el precio.