

01 de abril de 2016

Aeropuertos Argentina 2000

Dentro del menú de activos locales encontramos las obligaciones negociables en dólares como una interesante alternativa. Compañías argentinas con buenos ratios financieros muestran atractivos rendimientos, muy por encima de otras empresas comparables a nivel regional. En esta ocasión nos ocuparemos de la deuda emitida por Aeropuertos Argentina 2000 S.A.

La Compañía

La empresa nació en 1998 cuando obtuvo la adjudicación de los derechos de concesión del Sistema Nacional de Aeropuertos (33 en total). Entre ellos cuenta con los 2 principales, Ezeiza y Aeroparque, concentrando el 90% del flujo de pasajeros del país. La concesión tiene un plazo de 30 años, prorrogable por 10 más. Corporación América S.A. tiene de forma directa el 45,9% de las acciones ordinarias y de forma indirecta (a través de Corporación América Sudamericana S.A) otro 29,75%, lo que le otorga el control de la Compañía.

El beneficiario final de estas sociedades es Southern Cone Foundation, de la familia Eurnekian. Si bien Aeropuertos Argentina 2000 es una empresa íntegramente local, su principal accionista cuenta con una gran diversificación geográfica (Europa, Latinoamérica y Armenia) y tiene presencia en diversas industrias (aeropuertos, energía, bancos, tecnología, infraestructura y agroindustria).

El Estado Nacional también es socio con el 15% de las acciones ordinarias y la totalidad de las acciones preferidas. En este sentido, vale remarcar que tanto la empresa como ORSNA (organismo regulador) desistieron de reclamos y demandas mutuas en el 2007. El acuerdo implicó la cancelación del saldo a favor del Estado por parte de la empresa a

través de la asignación de una parte de los ingresos de las tasas internacionales, la emisión de títulos convertibles y acciones preferidas. Por otra parte, como contraprestación por la concesión el Estado recibe el 15% de los ingresos totales.

Resultados

Los ingresos tienen dos componentes, distribuidos prácticamente en parte iguales. Por un lado están los ingresos aeronáuticos, principalmente explicados por la tasa de uso de la aeroestación y en menor medida por las tasas de aterrizaje y estacionamiento. Estas tasas están reguladas por el ORSNA y fueron actualizadas por última vez en noviembre de 2015 mediante la Resolución N°168. Si bien el cuadro tarifario está regulado, la mayor parte de las tasas se establecen en dólares, con lo cual los ingresos se ven potenciados con la depreciación del tipo de cambio. La devaluación de diciembre le dará un fuerte impulso a los ingresos en 2016.

El segundo componente de los ingresos son los comerciales, que no están regulados, constituidos por los depósitos fiscales, permisos de uso, estacionamiento de autos, duty free shops, etc.

Las ventas durante el año 2015 alcanzaron los \$5.982 millones, un 28% por encima del 2014. Vale remarcar que el efecto de la devaluación y el reciente ajuste del cuadro tarifario recién se sentirá en 2016. La facturación aumentó principalmente por el incremento del 34% en los ingresos comerciales y por el mayor flujo de pasajeros y movimiento de aviones. Los costos se movieron levemente por encima de los ingresos, con lo cual la ganancia operativa subió un 20% y alcanzó los \$1.959 millones. Debido a los mayores egresos financieros, como explicaremos más adelante, el resultado neto de la compañía cerró el 2015 en \$458 millones, un 16% por debajo del año anterior. El EBITDA subió un 18% a \$2.159 millones.

	2015	2014	%
Ventas	5.982	4.681	28%
Costos de Ventas	-3.210	-2.503	28%
Ganancia bruta	2.772	2.179	27%
Gastos adm y com	-813	-545	49%
Ganancia operativa	1.959	1.634	20%
Ingresos - costos financieros	-1.259	-791	59%
Resultado antes de impuesto	700	843	-17%
Impuesto a las ganancias	-242	-296	-18%
Resultado integral del periodo	458	547	-16%
Margen Operativo	33%	35%	-2%
EBITDA	2.159	1.830	18%

Fuente: Elaboración propia en base al Balance. En millones de pesos.

Endeudamiento

El total de préstamos a diciembre de 2015 alcanzaba los \$3.221 millones, de los cuales casi la totalidad estaban denominados en moneda extranjera, correspondientes a las obligaciones negociables emitidas en 2010. La emisión original fue de U\$300 millones y el valor residual a diciembre era del 70%, de U\$210 millones, dado que tiene amortizaciones parciales trimestrales hasta el vencimiento en el 2020. La deuda representa un poco más de 1,5 veces el EBITDA, lo que pone en evidencia el prudente nivel de endeudamiento. Un dato importante a remarcar es que la empresa empieza el 2016 con efectivo y equivalentes por \$605 millones, prácticamente dos tercios de lo necesario para cubrir las amortizaciones y el pago de intereses del año (U\$63 millones).

Si consideramos que la compañía no efectuará un rollover del capital, paga tanto los intereses como las amortizaciones en efectivo, los compromisos anuales rondan los U\$60 millones y van decreciendo con el valor residual. El EBITDA representa 2,5 veces este monto, con lo cual la caja generada por la actividad operativa es más que suficiente para cumplir con los compromisos en moneda extranjera. Como mencionamos, si bien la potencial suba del dólar engrosa los pagos de las obligaciones negociables, la empresa está calzada dado que una porción

importante de su facturación también está atada al dólar.

El título cuenta con amortizaciones trimestrales de capital del 3,5%, lo que brinda un buen flujo de fondos y reduce la duration (2,5). El rendimiento se ubica en torno al 7,5%, tiene una relación TIR/Duration muy atractiva. Vale subrayar que la deuda esta garantizada por la cesión fiduciaria de determinados ingresos, que a diciembre de 2015 alcanzaban los \$341 millones (incluidos en efectivo y equivalentes). La emisión también cuenta con varios covenants¹ para brindar mayor certidumbre a los inversores. La deuda total no puede ser más del doble del EBITDA y el ratio de cobertura de intereses debe ser mayor a 5. Por otro lado, el EBITDA debe al menos duplicar los servicios de deuda del año. Hasta el momento, la compañía cumple con todos los ratios.

La emisión cuenta con un respaldo en los sólidos ratios de endeudamiento y con un fuerte holding detrás. Conseguir estos rendimientos con corta duration es bastante complicado en el mundo de hoy.

Buen fin de semana,

Juan Battaglia

¹ Es una práctica habitual incluir determinadas cláusulas en los prospectos de emisión de deuda que imponen determinadas restricciones o implican el cumplimiento de ciertas acciones por parte del emisor. En este caso, los covenants establecen el cumplimiento de determinados ratios de endeudamiento.