

26 de junio de 2015

## Aeropuertos Argentina 2000

Como marcamos en *Resúmenes* previos, la coyuntura económica y política local deja pocas alternativas libres de volatilidad. Creo que una opción interesante, con buena relación riesgo-retorno, es la deuda en dólares de empresas argentinas con sólidos ratios financieros. En esta ocasión nos ocuparemos de las Obligaciones Negociables emitidas 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 45,90% 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 en acciones 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 abril de 2014. El ajuste promedio del 18,5% empujó los resultados operativos el año pasado. Sin embargo, el mayor impulso vino por el lado de la depreciación del tipo de cambio oficial, ya que las tasas internacionales se determinan en dólares. El segundo componente de los ingresos son los comerciales (no regulados) constituidos por los depósitos fiscales, permisos de uso, estacionamiento de autos, duty free shops, etc.

La combinación del ajuste tarifario, la depreciación del tipo de cambio y el incremento en la cantidad de pasajeros, explicaron salto en los resultados netos del 285% durante el año pasado. Los márgenes operativos crecieron del 28% al 35%. El balance para el primer trimestre del 2015 también mostró buenos resultados. Los resultados operativos crecieron un 24% y alcanzaron los \$491 millones. Los resultados netos superaron los \$237 millones y EBITDA1 superó los \$541 millones (+22% interanual).

Si bien parte de sus ventas tienen un componente regulado, la mayor parte de estos están atados al tipo de cambio, con lo cual, el potencial retraso es menor (sobre

<sup>1</sup> Ganancias antes de los intereses, impuestos, depreciaciones, y amortizaciones.

todo en la coyuntura actual). En sentido contrario, como explicaremos a continuación, la suba del dólar también daña los resultados netos debido a la deuda emitida en dólares.

	2014	2013	%
Ventas	4.681	2.985	57%
Costos de Ventas	-2.503	-1.753	43%
Ganancia bruta	2.179	1.232	77%
Gastos adm y com	-545	-396	38%
Ganancia operativa	1.634	836	96%
Ingresos - costos financieros	-791	-614	29%
Resultado antes de impuesto	843	222	280%
Impuesto a las ganancias	-296	-80	272%
Resultado integral del periodo	547	142	285%
Margen Operativo	35%	28%	7%
EBITDA	1.830	1.002	83%

  

	1T 2015	1T 2014	%
Ventas	1.366	1.052	30%
Costos de Ventas	-710	-537	32%
Ganancia bruta	656	515	27%
Gastos adm y com	-165	-119	39%
Ganancia operativa	491	396	24%
Ingresos - costos financieros	-131	-447	-71%
Resultado antes de impuesto	360	-51	606%
Impuesto a las ganancias	-123	17	-813%
Resultado integral del periodo	237	-33	618%
Margen Operativo	36%	38%	-2%
EBITDA	541	445	22%

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

## Endeudamiento

Los préstamos contraídos por la compañía alcanzan los \$2.400 millones, la mayor parte (80% aproximadamente) corresponde a las obligaciones negociables en dólares. La emisión original fue de U\$300 millones y el valor residual actual de U\$231 millones, dado que tiene amortizaciones parciales hasta el vencimiento en el 2020. Valuada al dólar oficial, la deuda representa un poco más de 1 veces el EBITDA, lo que pone en evidencia el bajo nivel de deuda. Aún valuando la deuda en dólares al precio del contado con liquidación, el ratio deuda/EBITDA se ubica en torno a 1,5, niveles saludables.

Si consideramos que la empresa no efectuará un rollover del capital, paga tanto los intereses como las amortizaciones en efectivo, los compromisos anuales rondan los U\$60 millones en el corto plazo y van decreciendo con el valor residual. El EBITDA

representa 4 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. Si bien la potencial suba del dólar engrosa los pagos de las obligaciones negociables, la empresa está parcialmente calzada dado que una porción importante de su facturación también está atada al dólar oficial.

El título cuenta con amortizaciones trimestrales del 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 la relación TIR/Duration muy atractiva. Vale remarcar que la deuda esta garantizada por la cesión fiduciaria de determinados ingresos, que a marzo de 2015 alcanzaban los \$242 millones. La emisión también cuenta con varios covenants<sup>2</sup> para brindar mayor certidumbre a los inversores. A partir del 2014, 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 fuerte 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.

**Juan Battaglia**  
Economista Jefe

<sup>2</sup> 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.