

31 de Octubre de 2014

AEROPUERTOS ARGENTINA 2000

Como marcamos en *Resúmenes* anteriores, la actual coyuntura económica deja muy pocas alternativas de inversión interesantes para los más conservadores. Una opción con un nivel de riesgo intermedio, son las obligaciones negociables en dólares de empresas argentinas con buenos ratios financieros. El *Resumen* de esta semana lo dedicaremos a 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 para la explotación, administración y funcionamiento del Grupo "A" del Sistema Nacional de Aeropuertos, constituido por 33 aeropuertos que operan en el país. Entre ellos cuenta con los 2 principales, Ezeiza y Aeroparque, con lo cual concentra cerca del 90% del flujo de pasajeros. 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 minoritario 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 implica 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 los ingresos aeronáuticos, que incluyen las tasas de aterrizaje, de estacionamiento y de uso de la aeroestación. Estas tasas están reguladas por el ORSNA y fueron actualizadas en abril de este año. El ajuste promedio del 18,5% en las tasas empujó los resultados en el segundo trimestre del año. 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.

Si bien parte de sus ingresos tienen un componente regulado, la mayor parte de estos están atados al tipo de cambio oficial, con lo cual, el potencial retraso es menor (sobre todo en la coyuntura actual). El ajuste tarifario y la depreciación del tipo de cambio explicaron el incremento de las ventas del 53% en el primer semestre. En la misma dirección, los resultados operativos aumentaron un 89%, aunque los resultados netos lo hicieron en menor medida (+17%) producto de los mayores egresos financieros. Un punto importante a destacar, son los muy buenos márgenes operativos que viene manteniendo la empresa en los últimos años, por encima del 40%. El dato negativo viene por el lado del tráfico aéreo, que presenta

síntomas de debilitamiento producto de una economía y un comercio internacional más frágil a lo que hay que sumarle los problemas domésticos. La cantidad de pasajeros se incrementó solamente un 3,8% a pesar del Mundial de fútbol y el movimiento de aviones cayó un 3,7%. A continuación, resumimos el estado de resultados para los primeros semestres de los últimos ejercicios:

	2014	2013	2012	2011
Ganancia bruta	992	591	499	444
Gastos adm y com	-235	-186	-170	-153
Otros ingresos y egresos netos	2	-4	3	0,929
Ganancia operativa	759	401	332	292
Ingresos y costos financieros	-529	-210	-77	-116
Resultado antes de impuesto	229	191	255	177
Impuesto a las ganancias	-82	-64	-89	-55
Resultado integral del periodo	147	126	166	121
Margen Operativo	46%	43%	45%	49%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Balances. En millones de pesos

Endeudamiento

La deuda total de la compañía alcanza los \$2.300 millones, la gran parte (85% aproximadamente) corresponde a las obligaciones negociables en dólares. La emisión original fue de U\$300 millones pero el valor residual actual es de U\$255 millones (tiene amortizaciones parciales). La deuda representa 1,4 veces el EBITDA¹ lo que pone en evidencia el bajo nivel de deuda en relación a sus resultados. Por otro lado, el ratio de cobertura de intereses (EBITDA/intereses) se ubica en torno a 7 veces, mostrando la buena capacidad para cubrir los intereses de la deuda. Es más, si consideramos además de los intereses las amortizaciones de capital durante el 2014, el ratio aún se ubicaría por encima de 3, todavía en niveles adecuados.

A partir del 2015 las amortizaciones empiezan a incrementarse, con lo cual la carga aumenta. Mientras el BCRA les venda las divisas para pagar los vencimientos, la

¹ Utilidad Antes de Intereses Impuestos Depreciaciones y Amortizaciones

compañía no debería afrontar inconvenientes. Si bien una suba del tipo de cambio incrementaría sus obligaciones medidas en pesos, la empresa tiene una cobertura natural dado que la mayoría de sus ingresos están atados al dólar. Si el BCRA se niega a venderle las divisas, la compañía debería financiarse en el exterior, avalando posiblemente un alto costo de fondeo. Sin embargo, teniendo detrás a Corporación América, parece improbable que la compañía incumpla con una emisión de U\$255 millones (próximo año implica pagos en torno a U\$65 millones).

Cupón de Intereses	10,75%
Vencimiento	01/12/2020
Amortización	40 cuotas trimestrales, a partir del 2015 del 3,5% c/u
Valor residual	85%

El título cuenta con amortizaciones trimestrales, lo que brinda un buen flujo de fondos y reduce la duration (4,1). El rendimiento se ubica en torno al 7,7%, con lo cual la relación TIR/Duration es muy atractiva. Vale remarcar que la deuda esta garantizada por la cesión fiduciaria de determinados ingresos, que a junio de 2014 alcanzaban los \$ 138 millones, lo que permitiría cubrir el próximo pago de intereses y capital. La emisión también cuenta con varios covenants² 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.

² 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.