

9 de junio de 2023

**Aeropuertos Argentina 2000**

La compañía posee los derechos de explotación del 90% del tráfico aéreo argentino, mediante la operatoria de los 35 aeropuertos más importantes de los 55 que conforman el sistema Nacional Aeroportuario de la República Argentina. Como contraprestación de dicha concesión, la empresa debe afectar un 15% de los ingresos totales a la implementación de obras de infraestructura. La concesión fue otorgada en 1998 por un término de 30 años y prorrogada en 2020 por el plazo de 10 años más expirando en febrero de 2038.

La compañía está en manos del grupo Corporación América S.A. que es titular del 45,9% de las acciones en forma directa y, a su vez, de forma indirecta posee el 29.75% a través de Corporación América Sudamericana S.A. y del 9.35% por medio de Cedikor S.A. El beneficiario último de este 85% de las acciones de AA2000 es Southern Cone Foundation que corresponde a la familia Eurnekian. El 15% de las acciones restantes se encuentran en poder del Estado Nacional.

En 2020, el sector donde la empresa desarrolla sus actividades fue sin duda uno de los más perjudicados con la crisis sanitaria. En los 20 meses que van desde Mar/2020 hasta Oct/2021 el nivel de tráfico de los aeropuertos que opera la compañía estuvo en promedio en 16% comparado con igual período de 2019. A partir de entonces, las operaciones mantienen una recuperación sostenida la cual a la fecha alcanzó el 99% respecto de los máximos históricos registrados en 2019.



Fuente: Elaboración propia en base datos de la ANAC.

**Resultados Anuales**

Debido a que el 85% de los ingresos de la compañía se encuentran ajustados al tipo de cambio, se analizaran los estados contables en dólares, utilizando el tipo de cambio oficial mayorista (BCRA A3500) promedio o de cierre según corresponda.

La operatoria de los aeropuertos se ejerce por medio de un esquema de “subsidiados cruzados”. La ganancia y los fondos que generan algunos de los aeropuertos deben subsidiar las pérdidas y las inversiones del resto haciendo que la compañía considere a todos los aeropuertos como una sola unidad de negocio.

Dicho esto, AA2000 clasifica sus ingresos en dos segmentos: por un lado, están los ingresos aeronáuticos (que incluyen las tasas por pasajero, estacionamiento aeronáutico y aterrizaje) los cuales históricamente le representan el 60% del total. Por otro lado, están los ingresos comerciales, que representan el otro 40% e incluyen el transporte de cargas,

los comercios dentro y fuera de las zonas libres de impuestos y estacionamientos.

En 2022, los ingresos consolidados de la compañía se recuperaron completamente del estrés por el cierre de las operaciones generada por la pandemia y alcanzaron los USD 859 millones, un aumento del 11% respecto de 2019. Dicha recuperación se encuentra asociada al incremento del tráfico de pasajeros en un 88% y, a su vez, la compañía se vio beneficiada por aumentos en las tarifas internacionales hasta USD 57 un 12% más a partir de marzo de 2021 y del incremento de 240% en la tarifa doméstica a partir de marzo 2022. Sumado a ello, la compañía consiguió la recuperación de deudas incobrables.

Por su parte, el margen de EBITDA sobre el nivel de ventas fue de 44%, esto representa un incremento de 500 puntos básicos sobre el ejercicio 2019. Dicho aumento de márgenes se ve impulsado principalmente por un férreo control de costos de administración y comercialización los cuales se contrajeron un 34% respecto de 2019 y un 28% respecto del promedio histórico de los últimos años.



Fuente: Elaboración propia en base datos de Balances.

## Últimos Resultados

Los últimos resultados corresponden al primer trimestre del ejercicio cerrado el 31 de marzo de 2023. Durante el periodo continuó la fuerte recuperación en el tráfico internacional de pasajeros, aumentando un 83% comparado con el mismo periodo del 2022, y alcanzando un 78% en el trimestre comparado con el primer trimestre de 2019.

De este modo, las ventas totales alcanzaron los USD 209 millones, un incremento del 48% respecto del primer trimestre 2022 y 15% por encima de igual periodo de 2019. La dinámica se vio impulsada por un aumento del 80% en los ingresos aeronáuticos y del 20% en los comerciales. Por su parte, los costos de administración y comercialización se comprimieron un 20% respecto de igual periodo de 2019 otorgando un margen EBITDA de 46% sobre el nivel de ventas. Por último, el resultado neto se comprime 28% respecto de 2019 como consecuencia de la provisión del impuesto a las ganancias y el ajuste por inflación del trimestre que compensan el mejor resultado operativo.

AA2000 (USD MM)	1Q23	1Q22	Var (%)	1Q19	Var (%)
Ingr. Aeronáuticos	120	67	80%	116	3%
Ingr. Comerciales	90	75	20%	66	35%
Ventas Totales	209	141	48%	183	15%
Gastos Adm.	16	10	62%	20	-20%
Gtos Adm. / Vtas	8%	7%	65 pb	11%	(328) pb
EBITDA	97	64	50%	88	10%
Rdo Operativo	74	42	74%	63	16%
Rdo Neto	40	61	-33%	56	-28%
Mg Operativo	35%	30%	516 pb	35%	52 pb
Mg EBITDA	46%	46%	50 pb	48%	(189) pb

Fuente: Elaboración propia en base datos de Balances.

## Perfil de Deuda

Al cierre de los últimos estados contables, Aeropuertos Argentina 2000 reportó una deuda financiera total de USD 731 millones, un 9% menos que en el primer trimestre 2022. La deuda está compuesta en un 94% por obligaciones negociables (ON) entre hard dólar

y dólar linked. El 6% restante se divide en un 4% en un préstamo sindicado en dólares contra bancos locales y el restante 2% corresponde a préstamos bancarios en dólares. De este modo, la deuda se encuentra nominada en un 65% en moneda dura y un 35% ajustado por tipo de cambio oficial mayorista.

En nuestro *Resumen* anterior ([ver](#)) describimos las exitosas renegociaciones de sus compromisos en el contexto de crisis mejorando notablemente su perfil de vencimiento. Desde entonces, la compañía canceló USD 17 millones correspondiente al préstamo sindicado. Como también tuvo una gran aceptación en el mercado local de pesos (dólar linked) colocando una ON por USD 20 millones a una tasa del 0% y renegociando otra por USD 30 millones también al 0%.



Fuente: Elaboración propia en base a presentación institucional.

Por otra parte, la compañía se encuentra en un proceso de cancelación de acciones preferidas por un total de ARS 117.226 millones ajustables por inflación o USD 160 millones a tipo de cambio de marzo 2022 y con vencimiento en diciembre de 2024. En este sentido, desde nuestro último *Resumen*, AA2000 utilizó USD 79 millones para el pago de este concepto. De este modo, la deuda neta de la compañía (deuda total menos la caja e inversiones financieras) se ubica en USD 572 millones, un incremento de 35% interanual. A su vez, se debe tener en

cuenta que solamente el 36% de la caja está nominada en moneda dura.

Aun así, la empresa es una generadora neta de flujo operativo. El EBITDA de los últimos 12 meses se encuentra en torno a los USD 407 millones. Con lo cual, comparado con su deuda neta, ésta representaría 1,4 veces el nivel de EBITDA (apalancamiento neto). Nivel de apalancamiento aceptable y cercano a los niveles históricos de la compañía.

Ahora bien, bajo un escenario de estrés financiero donde a la compañía se le restringa por completo el acceso al mercado de cambios, esto implicaría dolarizar el flujo operativo y su posición de caja al tipo de cambio CCL. En este sentido, AA2000 posee el 85% de sus ingresos ajustados por tipo de cambio y el 36% de su posición de caja en moneda dura. Esto aumentaría su deuda neta a USD 621 millones y el nivel de EBITDA anualizado se reduciría a USD 377 millones llevando el ratio de apalancamiento neto a 1.6x y la cobertura de intereses a 4.6x. En el peor escenario posible, la compañía paga deuda al CCL pero como sus ingresos siguen atados al dólar oficial los ratios de deuda continuarían siendo controlables.

AA2000 (USD MM)	1Q23	1Q22	Var (%)	1Q19	Var (%)
Deuda Total	731	807	-9%	405	80%
Caja y Equiv	158	272	-42%	109	46%
Inv Financieras	0	112	-100%	0	-
Deuda Neta	572	422	35%	296	93%
EBITDA LTM	407	125	225%	363	12%
Apalancamiento Neto	1,4	3,4	-2,0	0,8	0,6
Intereses LTM	82	66	25%	32	159%
Cobertura Intereses	5,0	1,9	3,1	11,5	-6,5

Fuente: Elaboración propia en base datos de Balances.

Como se puede observar en el cuadro a continuación, AA2000 tiene nueve obligaciones negociables. Cinco de ellas son dólar linked. En cuanto a sus ONs hard dólar, la empresa tiene cuatro emisiones, pero como se mencionó anteriormente, reestructuró dos veces la clase I e hizo una ampliación por medio de la emisión

de la clase IV, quedando pequeñas emisiones de holdouts en las clase I series 2017 y 2020.

Bono	Moneda	Cupón	Amortización	Vto.	Min. Invest	Outstand. (USD MM)	Ley
Clase I Serie 2017	USD	6,875%	Ctas trim dsd 2019	2027	150.000	19	NY
Clase I Serie 2020	USD	6,875%	Ctas trim dsd 2021	2027	130.000	79	NY
Clase I Serie 2021	USD	8,500%	Ctas trim dsd 2026	2031	1.000	273	NY
Clase IV	USD	9,5%	Ctas trim dsd 2025	2028	150.000	62	NY
Clase III	ARS	DL + 4%	A vto.	2023	1	30	ARG
Clase V	ARS	DL + 5,5%	Ctas trim dsd 2027 + 33,4% a vto.	2032	10.000	138	ARG
Clase VI	ARS	DL + 2%	A vto.	2025	10.000	36	ARG
Clase VII	ARS	DL + 0%	A vto.	2025	1	20	ARG
Clase IX	ARS	DL + 0%	3 ctas dsd 2026	2026	1	30	ARG

Fuente: Elaboración propia en base datos de Balances.

De este modo, la mayor negociación se encuentra en su bono con vencimiento en 2031. El mismo está garantizado en primer grado con las tasas de uso de aeroestación internacionales y regionales y los derechos a indemnización de la concesión, y en segundo grado, con los ingresos cedidos de la terminal de cargas. Por otra parte, la compañía tiene una política de asignación específica de recursos para la cancelación de dicha ON.

El título tiene mínimo de 1.000 nominales, paga cupones trimestrales con una tasa anual de 8.5%, cotiza clean cable al 92% y otorga un rendimiento del 10.4% y duration de 4.6. La amortización se efectuará mediante veinte cuotas trimestrales a partir de febrero de 2026.

## AEROAR 8 ½ 08/01/31



Fuente: Bloomberg.

AA2000 tiene una sólida posición financiera con una generación de efectivo consistente y predecible. Es el único operador aeroportuario del país y tiene amplio respaldo internacional. Vale remarcar que el emisor de su deuda no es Corporación América, dueña de otros aeropuertos extranjeros, con lo cual el riesgo del negocio es local. Dicho esto, el negocio internacional del grupo le brinda un atractivo extra. A pesar del complejo contexto doméstico, es un título para tener en cartera a los precios atractivos actuales. Nuestros fondos de renta fija acompañan esta visión con importantes tenencias en la ON 2031.

Juan José Battaglia  
[juan@sekoia.com.uy](mailto:juan@sekoia.com.uy)

Ian Weber  
[ian@sekoia.com.uy](mailto:ian@sekoia.com.uy)

Manuel Carvalho Ochoa  
[manuel@sekoia.com.uy](mailto:manuel@sekoia.com.uy)

Tomas Mangino  
[tomasmingino@sekoia.com.uy](mailto:tomasmingino@sekoia.com.uy)