

30 de septiembre de 2022

Aeropuertos Argentina 2000.

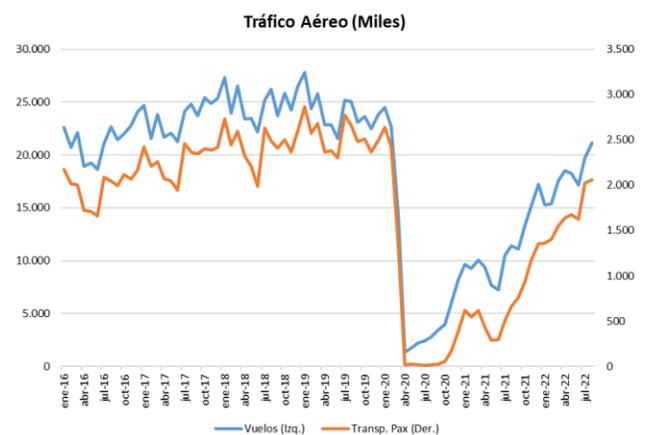
Fue fundada en 1998 luego de que un consorcio de empresas fueran las adjudicatarias mediante licitación pública de la concesión por 30 años para la explotación del sistema Nacional de Aeropuertos de la República Argentina. Concesión que, en 2020, fue extendida a 10 años más. A su vez, luego de la incorporación de los aeropuertos El Palomar y Rio Hondo, la compañía tiene los derechos de explotación del 90% del tráfico aéreo mediante la operatoria de los 35 aeropuertos más importantes dentro de los 55 que conforman el sistema nacional.

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.

El sector donde la empresa desarrolla sus actividades fue sin duda uno de los más perjudicados con la crisis pandémica. En marzo 2020, se estableció la emergencia sanitaria con cierre de fronteras, cuarentena obligatoria, entre otras medidas, lo cual redujo a cero el transporte de pasajeros. Recién en octubre del 2020, se comenzaron a flexibilizar algunas de estas medidas y retornaron los vuelos internacionales y de cabotaje. No obstante, en marzo de 2021, con el agravamiento de la situación, se dispuso la suspensión de vuelos que arriben hacia o desde países de alto riesgo. Este límite se amplió gradualmente hasta

octubre de 2021. Este segundo periodo implicó un importante freno a la recuperación de los niveles de transporte de pasajeros y vuelos comerciales los cuales se mantuvieron en niveles del 20% y 40% respectivamente, comparado con igual periodo de 2019.

Como consecuencia, la compañía atravesó 20 meses consecutivos con mínima o prácticamente nula actividad. A partir de entonces, las operaciones mantienen una senda de recuperación constante que a la fecha alcanzó el 77% en el transporte de pasajeros y el 84% en vuelos comerciales comparado con igual periodo de 2019.



Fuente: Elaboración propia en base datos de la ANAC.

Ventas Anuales

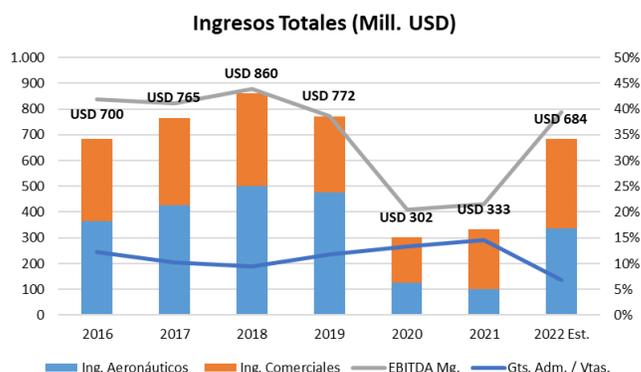
Debido a que el 85% de los ingresos de la compañía se encuentran ajustados al tipo de cambio, y a fin de poder tener un mejor entendimiento de su estado actual, se analizarán los estados contables en dólares, utilizando el tipo de cambio oficial mayorista promedio o de cierre según corresponda.

A su vez, como la concesión fue otorgada bajo el esquema de “subsídios cruzados”, es decir que la ganancia y los fondos que generan algunos de

los aeropuertos deben subsidiar las pérdidas y las inversiones del resto. De esta manera, la compañía toma todos los aeropuertos como un conjunto. Aun así, se pueden clasificar el origen de los 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 incluye el transporte de cargas, los comercios dentro y fuera de las zonas libres de impuestos y estacionamientos. Estos representan el otro 40% de los ingresos.

Hasta la irrupción de la pandemia, la compañía sostuvo una tasa de crecimiento de sus ingresos totales en promedio al 9% anual, principalmente debido al segmento aeronáutico por mayores volúmenes de pasajeros transportados. A su vez, mantuvo un importante control en sus costos comerciales, lo cual generó que en 2019 llegara a tener un EBITDA de USD 298 millones y un margen de EBITDA del 39%.

De este modo, en una estimación conservadora extrapolando los resultados del último semestre de 2019 y en función de la reducción de costos generada por la crisis antes mencionada, en 2022 la compañía podría tener un ingreso total en torno a los USD 680 millones, cercano a lo obtenido en el año 2016, pero con mejores márgenes operativos.



Fuente: Elaboración propia en base datos de Balances.

Últimos Resultados

Los últimos resultados disponibles corresponden al primer semestre del ejercicio comercial cerrado con fecha 30 de junio de 2022. En el periodo, sumado a la recuperación del tráfico aéreo, se actualizaron en 240% el esquema tarifario para el transporte de pasajeros domésticos y un 5% los aranceles para importaciones. De este modo, las ventas totales alcanzaron los USD 331 millones, un 152% más que en igual periodo de 2021 y apenas un 7% menos que en 2019. A su vez, es de destacar la eficiencia de los gastos comerciales que, en la misma comparación periódica, caen 1.100 pb y 300 pb respectivamente. Así, El EBITDA cierra en USD 154 millones y el margen de EBITDA alcanza el 47%.

AA2000 (USD Mill)	6M22	6M21	Var (%)	6M19	Var (%)
Ing Aeronáuticos	163	37	345%	222	-26%
Ing Comerciales	168	95	77%	136	24%
Ventas Totales	331	131	152%	358	-7%
Gastos Adm	16	21	-27%	27	-43%
Gtos Adm / Vtas	5%	16%	(1.100) pb	8%	(300) pb
EBITDA	154	22	607%	163	-6%
Rdo Operativo	105	-12	-	113	-7%
Rdo Neto	179	-16	-	126	42%
Mg Operativo	32%	-9%	4.200 pb	32%	-
Mg EBITDA	47%	17%	3.000 pb	46%	100 pb

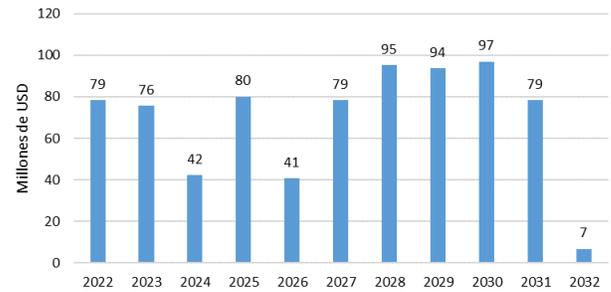
Fuente: Elaboración propia en base datos de Balances.

Perfil de Deuda

Al cierre de los últimos estados contables, Aeropuertos Argentina 2000 reportó una deuda financiera total de USD 691 millones, aumentando un 35% interanual (i.a.) y un 74% comparado con igual periodo de 2019. La deuda está compuesta en un 90% por obligaciones negociables (ON) entre hard dólar y dólar linked. El 10% restante se divide en un 8% 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.

El colapso en los ingresos de la compañía causado por la crisis descrita al inicio del reporte, le implicó una importante gestión en el manejo de pasivos. En este sentido, la compañía pudo refinanciar exitosamente los pagos de amortización del préstamo sindicado por USD 120 millones del cual (a la fecha de elaboración de este reporte) lleva cancelado el 62%. Asimismo, logró dos refinanciaciones de su ON garantizada con participaciones del 87% y 67% de los tenedores en cada oportunidad. Como también, obtuvo gran aceptación en el mercado local de pesos (dólar linked) accediendo a tasas de entre 0% y 5.5%. De este modo, la compañía mejoró notablemente su perfil de vencimientos a y sólo le queda un compromiso importante en 2022, pero el 50% del mismo corresponde a su ON dólar linked.

Perfil de Deuda



Fuente: Elaboración propia en base a presentación institucional.

Por otra parte, a pesar del importante incremento de la deuda total, la deuda neta de la compañía (deuda total menos la caja e inversiones financieras) es de USD 479 millones, un crecimiento de apenas un 6% i.a. La estabilidad de esta métrica se da principalmente por el fuerte aumento en su posición de caja e inversiones, las cuales reportan un incremento de 240% i.a. Se debe tener en cuenta que la caja está nominada en un 63% en moneda dura.

Al mismo tiempo, volviendo a nuestra estimación conservadora, le otorgaría un EBITDA anualizado en torno a los USD 270 millones (el EBITDA promedio de los últimos años sin crisis es de USD 310 millones). Con lo cual, comparado con su deuda neta, ésta representaría 1.8 veces el nivel de EBITDA (net leverage). 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 libre o CCL. Básicamente el riesgo es la ampliación de la brecha cambiaria junto con nuevas restricciones en el acceso al MULC. En este sentido, AA200 posee el 85% de sus ingresos ajustados por tipo de cambio y el 63% de su posición de caja en

moneda dura. Esto aumentaría su deuda neta a USD 518 millones y el nivel de EBITDA anualizado se reduciría a USD 208 millones llevando el ratio de apalancamiento neto a 2.5x y la cobertura de intereses a 3x. Estos valores continúan siendo manejables para la compañía.

AA2000 (USD Mill)	6M22	6M21	Var (%)	6M19	Var (%)
Deuda Total	691	513	35%	396	74%
Caja y Eq	159	42	275%	61	159%
Inv Financieras	53	20	163%	0	-
Deuda Neta	479	451	6%	335	43%
EBITDA Anualizado	270	72	274%	298	-10%
Deuda Neta/EBITDA	1,8	6,3	-4,5	1,1	0,7
Intereses Anualizado	69	58	19%	38	82%
EBITDA/Intereses	3,9	1,2	2,7	7,9	-4,0

Fuente: Elaboración propia en base datos de Balances.

Como se puede observar en el cuadro a continuación, AA200 tiene nueve obligaciones negociables. Cinco de ellas son en pesos a tasa variable con ajuste de pago de intereses y amortización por tipo de cambio oficial. 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”.

De este modo, la mayor negociación se encuentra en su bono con vencimiento en 2031. La misma está garantizada 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. El título tiene mínimo de 1.000 nominales, paga cupones trimestrales con una tasa anual de 8.5%, cotiza clean cable al 73% y otorga un rendimiento del 13%. La amortización se

efectuará mediante veinte cuotas trimestrales a partir de febrero de 2026.

Instrumento	Moneda	Cupón	Amortización	Vto.	Inversión Min.	Circ. (USD Mill)	Ley
Clase I Serie 2017	USD	6,875%	Ctas trim dsd 2019	2027	150.000	23	NY
Clase I Serie 2020	USD	6,875%	Ctas trim dsd 2021	2027	130.000	86	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 IV	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. ¹

AEROAR 8 ½ 08/01/31



Fuente: Bloomberg.

Con mucho esfuerzo, la compañía supo recuperar la solidez financiera que la caracteriza, es el único operador aeroportuario de la argentina y con amplio respaldo internacional. Vale remarcar que el emisor del bono no es Corporación América, dueña de otros aeropuertos a nivel internacional, con lo cual el riesgo del negocio es local. A pesar del complejo contexto internacional y doméstico, es un título

¹ Las clases VII y IX corresponden al roleo de la clase I post cierre de ejercicio.

para tener en cartera a los precios actuales.
Nuestros fondos tienen tenencia de los bonos de
Aeropuertos Argentina 2000.

Buen fin de semana.

Juan José Battaglia

juan@cucchiara.com.ar

Ian Weber

ian@cucchiara.com.ar

Manuel Carvalho Ochoa

manuel@cucchiara.com.ar

Tomas Mangino

tomasmingino@cucchiara.com.ar