

24 de mayo de 2024

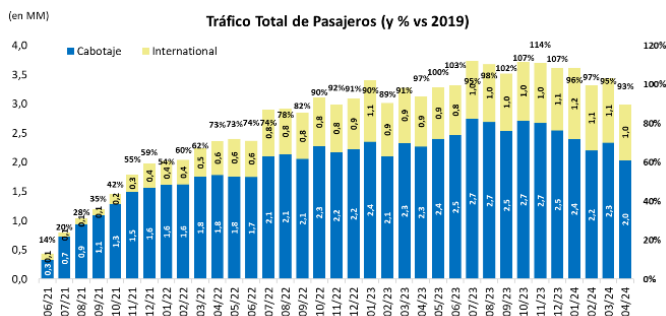
Aeropuertos Argentina 2000

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. La concesión fue otorgada en 1998 por un término de 30 años y donde la empresa debe afectar un 15% de los ingresos totales a obras de infraestructura. En 2020, en plena crisis del sector, la compañía obtuvo la extensión de la concesión por el plazo de 10 años más al 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.

Operaciones

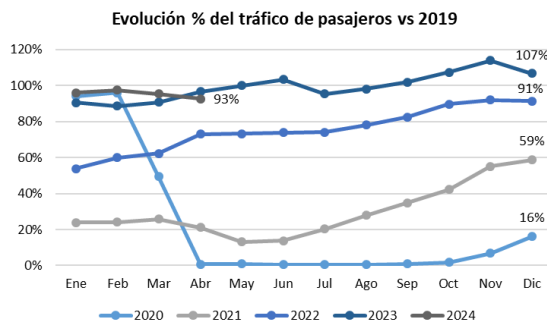
Desde 2023 hasta la fecha, la cantidad de pasajeros transportados internacionales y de cabotaje alcanzaron máximos históricos. Incluso, entre septiembre y diciembre de 2023 se llegó a operar un 7% por encima de los volúmenes de 2019, que hasta ese entonces eran los niveles máximos para la compañía.



Fuente: Elaboración propia en base datos de la ANAC.

El primer trimestre del año mostró un crecimiento sostenido de pasajeros en el segmento internacional,

que crecieron un 17% en comparación con el año anterior, y alcanzaron un 91% comparado contra el mismo nivel de 2019. En el segmento doméstico, el tráfico tuvo un leve crecimiento en comparación con 2019 del 2%, y estuvo 1% por encima del mismo período del año pasado.



Fuente: Elaboración propia en base datos de la ANAC.

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.

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.

Últimos Resultados

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

Los últimos resultados corresponden al primer trimestre cerrado el 31 de marzo de 2024. Sumado a los buenos volúmenes de tráfico aéreo detallados al inicio, en noviembre 2023 el Organismo Regulador de Sistema

Nacional Aeroportuario (ORSNA) recompuso el cuadro tarifario doméstico llevándolo a ARS 2.540 a ser aplicado desde enero 2024 y estableció un ajuste por alteraciones superiores al 30% del tipo de cambio, a definir por el ORSNA. Por otra parte, la tasa de embarque internacional se mantuvo en USD 57 desde su último incremento en 2021.

De este modo, las ventas totales alcanzaron los USD 227 millones, un incremento del 8% respecto del primer trimestre 2023 y 61% por encima de igual periodo de 2022. La dinámica se vio impulsada por los fuertes aumentos de ingresos por servicios aeronáuticos, los cuales se incrementaron un 16% respecto de igual periodo de 2023. De este modo, el margen EBITDA se mantiene constante en 47% sobre el nivel de ventas. Por último, el resultado neto se incrementa notablemente debido a diferencias de tipo de cambio.

AA2000 (USD MM)	1Q24	1Q23	Var (%)	1Q22	Var (%)
Ingr. Aeronáuticos	139	120	16%	67	108%
Ingr. Comerciales	88	90	-1%	75	19%
Ventas Totales	227	209	8%	141	61%
Gastos Adm.	18	16	14%	10	84%
Gtos Adm. / Vtas	8%	8%	36 bp	7%	100 pb
EBITDA	107	97	11%	64	66%
Rdo Operativo	85	74	16%	42	102%
Rdo Neto	181	40	349%	61	199%
Mg Operativo	38%	35%	248 pb	30%	760 pb
Mg EBITDA	47%	46%	96 pb	46%	150 pb

Fuente: Elaboración propia en base datos de Balances.

Perfil de Deuda

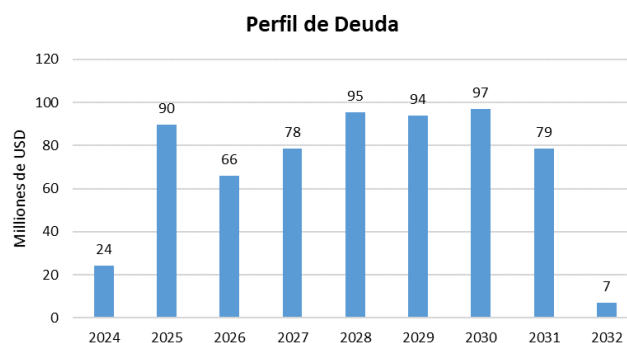
Desde nuestro último *Resumen* ([ver](#)) la compañía canceló su Obligación Negociable (ON) Clase III dólar linked (DL) + 4% mediante un pago en efectivo de USD 2,8 millones y la entrega en canje de nuevas ON Clase X DL + 0% por USD 27,7 millones a una relación de 1 valor nominal por 0,90 de las nuevas ONs Clase X, lo que equivale a un precio de emisión sobre par de 110,65%. A su vez, emitió bonos adicionales de la Clase IX DL + 0% por USD 2,7 millones a un precio sobre par de 119%. Por último, Aeropuertos tomó la opción de rescate anticipado del 100% de sus ON Clase VII DL + 0% por USD 20 millones.

De este modo, como se observa en el cuadro a continuación, AA2000 tiene ocho obligaciones negociables, cuatro de ellas son dólar linked y las otras son hard dólar. En cuanto a las hard dólar, durante la crisis sanitaria la empresa reestructuró amigablemente dos veces la clase I e hizo una ampliación por medio de la emisión de la clase IV, quedando pequeñas emisiones de holdouts en la clase I series 2017 y 2020.

Bono	Moneda	Cupón	Amortización	Vto	Min Invest	Outstand USD MM	Ley
Clase I Serie 2017	USD	6,875%	Trim dsd 2019	2027	150.000	15	NY
Clase I Serie 2020	USD	6,875%	Trim dsd 2021	2027	130.000	54	NY
Clase I Serie 2021	USD	8,500%	Trim dsd 2026	2031	1.000	273	NY
Clase IV	USD	9,5%	Trim dsd 2025	2028	150.000	62	NY
Clase V	ARS	DL + 5,5%	Trim dsd 2027 y 33% vto	2032	10.000	138	ARG
Clase VI	ARS	DL + 2%	A vto.	2025	10.000	28	ARG
Clase IX	ARS	DL + 0%	3 ctas dsd 2026	2026	1	25	ARG
Clase X	ARS	DL + 0%	A vto.	2025	1	18	NY

Fuente: Elaboración propia en base datos de Balances.

Al cierre de los últimos estados contables, Aeropuertos Argentina 2000 reportó una deuda financiera total de USD 630 millones, un 11% menos que en el primer trimestre 2023. La deuda está compuesta en un 97% por obligaciones negociables (ON) entre hard dólar y dólar linked. El 3% restante corresponde a un préstamo sindicado del exterior y bancos locales. De este modo, la deuda se encuentra nominada en un 67% en moneda dura y un 33% ajustado por tipo de cambio oficial mayorista BCRA A 3500.



Fuente: Elaboración propia en base datos de Balances.

La empresa cuenta, entre efectivo e inversiones financieras, con una caja de USD 171 millones, el 81% se encuentra en dólares y el resto en activos ajustados por tipo de cambio. De este modo, su deuda neta es de USD 459 millones o un 16% menos que en el 1Q 2023.

Por otro lado, el EBITDA de los últimos 12 meses se encuentra en torno a los USD 501 millones. Con lo cual, su apalancamiento neto es de sólo 0,9 veces y su cobertura de intereses alcanza los 11,6 veces.

AA2000 (USD MM)	1Q24	1Q23	Var (%)	1Q22	Var (%)
Deuda Total	630	706	-11%	807	-22%
Caja y Equiv	102	158	-36%	272	-63%
Inv Financieras	69	0	-	112	-39%
Deuda Neta	459	547	-16%	422	9%
EBITDA LTM	501	407	23%	125	301%
Apalancamiento Neto	0,9	1,3	-0,4	3,4	-2,5
Intereses LTM	43	82	-47%	66	-34%
Cobertura Intereses	11,6	5,0	6,6	1,9	9,6

Fuente: Elaboración propia en base datos de Balances.

Bonos

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 aerostación 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 101% y otorga un rendimiento del 8.3% y duration de 4.0. La amortización se efectuará mediante 20 cuotas trimestrales a partir de febrero de 2026.

AEROAR 8 ½ 08/01/31

10 Bond Description	20 Issuer Description	Identifiers
Pages: Issuer Information		
11 Bond Info	Name AEROPUERTOS ARGENT 2000	FIGI BBG01385L5T6
12 Addl. Info	Industry Transportation Services (BCLASS)	ISIN USP0092MA129
13 Reg/Tax		ID Number BS2030820
14 Covenants	Security Information	
15 Guarantors	Mkt Iss EURO-DOLLAR	Bond Ratings
16 Bond Ratings	Ctry/Reg AR Currency USD	Moody's Caa3
17 Identifiers	Rank 1st lien Series REGS	S&P CCC
18 Exchanges	Coupon 8.500000 Type Fixed	Composite CCC-
19 Inv Parties	Cpn Freq Quarterly	
20 Fees, Restrict	Day Cnt ISMA-30/360 Iss Price	Issuance & Trading
21 Schedules	Maturity 08/01/2031	Aggregated Amount Issued/Out
22 Coupons	MAKE WHOLE @50.000 until 02/01/26/SINKABLE ...	USD 272,949.63 (M) /
23 Impact	Iss Sprd	USD 272,949.63 (M)
Quick Links		
24 Allq Pricing	Calc Type (77)PRO-RATA:PAR SINKS	Min Piece/Increment
25 ORD Of Recop	Pricing Date 09/28/2021	1,000.00 / 1.00
26 IDH Trade Hist	Interest Accrual Date 10/28/2021	Par Amount 1.00
27 CACS Corp Action	1st Settle Date 10/28/2021	Book Runner
28 CF Filings	1st Coupon Date 02/01/2022	Reporting TRACE
29 CN Sec News	ISS'D IN EXCH OF 00786PAC8/USP0092MAE32 AND 00786PAD6/USP0092MAF07.	
30 HDS Holders	COUPON CONVENTION IS MODIFIED FOLLOWING ADJUSTED.	
31 Send Bond		



Fuente: Bloomberg.

Perspectivas

Para lo que sigue del 2024, si bien el segmento doméstico continuará ligeramente afectado por el contexto macroeconómico, a lo que se suma potenciales complicaciones con Aerolíneas Argentinas (operador del 66% de los vuelos de cabotaje en Argentina). Esto no implicaría un problema dado que su participación por dicho segmento representa apenas el 3% de los ingresos totales. Por otra parte, se espera que el volumen de pasajeros internacionales se mantenga en niveles cercanos a los actuales.

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. Nuestros fondos de renta fija acompañan esta visión con importantes tenencias en la ON 2031. El flujo de fondos con amortizaciones parciales es muy atractivo para aquellos que busquen ingresos constantes en el tiempo.

Buen fin de semana.

Juan José Battaglia
juan@cucchiara.com.ar

Ian Weber
ian@cucchiara.com.ar

Manuel Carvalho Ochoa
manuel@cucchiara.com.ar

Tomás Mangino
tomasmangino@cucchiara.com.ar