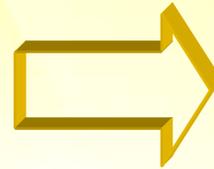

**Evaluación de proyectos de inversión
Criterios empleados por Aldeasa**

Madrid, 17 de Mayo de 2006

**ELEMENTOS
CLAVE EN
LA DECISIÓN**



**UMBRALES DE
APROBACIÓN**

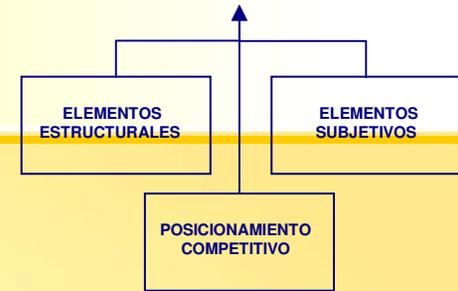


**REVISIÓN DEL
PROYECTO**

**ELEMENTOS
ESTRUCTURALES**

**ELEMENTOS
SUBJETIVOS**

**POSICIONAMIENTO
COMPETITIVO**



Requerimientos mínimos para la aprobación de inversiones

ELEMENTOS CLAVE EN LA DECISIÓN

1. Elementos estructurales

2. Elementos subjetivos

1. Identificación del tamaño mínimo eficiente
2. Duración mínima del proyecto
3. Criterio de asignación de costes de estructura
4. Asignación al proyecto de los costes pre-operativos
5. Acuerdos de asociación con terceros

3. Posicionamiento competitivo

Nivel de riesgo operativo asumible

1. Canon Mínimo Garantizado (MAG)
2. Garantías a prestar
 1. Limitaciones de recurso a los accionistas



UMBRALES DE APROBACIÓN

1. Creación de valor para el accionista

1. $TIR > \text{Cost of equity } (K_e)$ ó NPV descontado al $WACC > 0$
2. Composición WACC

2. Medida intrínseca de rentabilidad (EBIT vs EBITDA)

1. EBIT medio del proyecto
2. EBIT mínimo anual

3. Selección de variables de contraste

1. CFROI
2. Análisis de sensibilidad



ANÁLISIS Y REVISIÓN DEL PROYECTO

1. Revisión anual → Posibilidades de justificación del fondo de comercio de consolidación (Goodwill)
2. Revisión trienal
 1. Validación hipótesis principales
 2. Desviaciones sobre primera



Tratamiento en la modelización financiera

1. Utilización de flujos de caja en unidades monetarias corrientes



2. Utilizar previsiones económicas locales

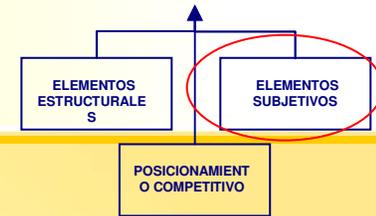


3. Aplicar correctamente los precios de transferencia

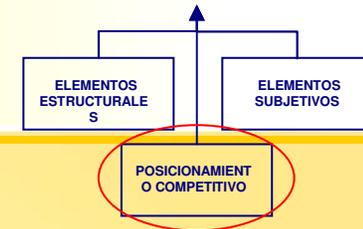


4. Estimar la tasa fiscal efectiva

- **Aldeasa opera en condiciones económicas más protegidas que en los países donde se encuentra presente**
 - La corriente de ingresos está generalmente establecida en la moneda “fuerte” del área de influencia (USD, EUR)
 - Los principales costes (mercancía, cánones, etc...) también están ligados a la moneda regional de referencia. Y aquellos ligados a las divisas locales generalmente tienen tendencia a depreciarse.
 - La valoración se limita al período concesional no incluyéndose ninguna hipótesis de renovación más o menos implícita; por lo que no existe valor terminal.
- **La valoración de la concesión se realiza utilizando las previsiones económicas del tráfico de pasajeros y no tanto del país donde esté localizado el proyecto.**
- **Muchos servicios se prestan centralizadamente lo que incorpora una necesidad de anticipar el impacto tanto en el nivel de servicio requerido como en el coste que conlleva.**
- **Considerar el coste completo de la carga fiscal y las especificidades del proyecto**



- 1. Duración mínima del proyecto**
- 2. Criterio de asignación de costes de estructura**
- 3. Asignación al proyecto de los costes pre-operativos**
- 4. Acuerdos de asociación con terceros**



Nivel de riesgo operativo asumido

1. Importe máximo de Inversión
2. Canon Mínimo Garantizado (MAG)

Condicionado por tres variables:

- ✓ Estimación evolución de ventas
- ✓ Canon Variable ofertado
- ✓ % desviación sobre escenario central

Otras posibles aproximaciones a la cuantificación del canon mínimo

El canon mínimo garantizado se puede cuantificar en función de las probabilidades de suceso del “siniestro”

También se puede medir como el coste de una prima de un putt de una opción real que el licitante ofrece al licitador

En cualquiera de los casos, nos encontramos con falta de base estadística para cuantificar el impacto

3. Delimitación de garantías a prestar

1. Avaluos Depositados
2. Limitaciones de recurso a los accionistas

Creación de valor para el accionista

■ La decisión de asignar endeudamiento al proyecto es clave para determinar su rentabilidad

■ El aseguramiento de la inversión sobre riesgos relacionados con el país:

- Transferibilidad
- Guerra y violencia política
- Expropiación o trato discriminatorio

pueden mitigar su exposición pero no eliminarla



■ La TIR puede ser muy alta pero el nivel de caja generado por el proyecto muy bajo en términos absolutos; por lo que cualquier desviación pudiera modificar dramáticamente la rentabilidad del proyecto

1. Descuento de flujo de caja del proyecto

$TIR > WACC \Leftrightarrow VNA > 0$ (descontado al $WACC^*$)

Decisión de inversión de Aldeasa: Utilización del coste de equity Aldeasa

■ $WACC^* = Ke (100\% \text{ equity}) + \text{Prima riesgo país} \rightarrow \text{NO se considera la deuda}$

Prima de riesgo país

- Posibilidades de reducción vía aseguramiento riesgo país
- Seguro de riesgo país siempre es inferior a los diferenciales en las tasas de descuento aplicadas ¿es una máquina de hacer dinero?

2. La utilización en exclusiva del VAN > 0 no garantiza la correcta asignación de recursos

Las inversiones típicas de Aldeasa:

1. Bajos requerimientos de inversión inicial
2. Proyectos pueden estar durante varios años destruyendo caja o en pérdidas
3. Apalancamiento operativo alto en caso de desviaciones en el volumen de actividad: Riesgo de volatilidad del resultado no contemplado.

Umbrales de aprobación (ii)

Creación de valor para el accionista (indicador complementario)

2. Medida intrínseca de rentabilidad (EBIT vs EBITDA)

1. Justificación de la elección EBIT vs EBITDA
2. Selección doble indicador
 1. EBIT medio del proyecto
 2. EBIT mínimo anual

3. Variables de contraste

1. CFROI

4. Análisis de sensibilidad complementarios

1. Ventas
2. EBITDA
3. Tasa Fiscal
4. WACC

Identificación del tamaño mínimo eficiente y umbrales de aprobación

CIFRA DE VENTAS (Mill. Eur)	< 5	> 5 y > 10	> 10 y > 50	> 50
COMPLEMENTARIEDAD GEOGRÁFICA	Presencia anterior en el mismo aeropuerto	Presencia anterior en el mismo país	Presencia anterior en misma área de influencia	No relevante
UMBRAL DE DECISIÓN DE INVERSIÓN	EBIT* > x,x% EBIT mín ⁽¹⁾ >y,y%	EBIT* > x,x% EBIT mín ⁽¹⁾ >y,y%	EBIT* >x,x % EBIT mín >y,y%	EBIT* > x,x% EBIT mín >y,y%
CANON MÍNIMO GARANTIZADO (% canon variable)	90%	90%	85%	80%

(1) Posible ajuste de los gastos pre-operativos

1. Revisión anual

Base económica soporte del fondo de comercio

Documentación confidencial pero con necesidad de poder ser contrastada

- Creación de un archivo de proyectos donde queden reflejadas las hipótesis básicas para el seguimiento y análisis del proyecto

2. Revisión trienal

Análisis de las hipótesis contempladas y justificación de las desviaciones tanto positivas como negativas

- Permitirá la mejora continua del proceso de estimación

Experiencia práctica de Aldeasa en referencia a la aplicación de los seguros de riesgo país

■ Todos los riesgos

Incompatibilidad entre el período necesario de suspensión de las operaciones

- Servicio complementario al pasajero → por lo que el período de franquicia establecido en todos los contratos puede ser superior al exigido por el pliego concesional

En el aseguramiento público condicionado por la existencia de líneas aprobadas

■ Expropiación o acto discriminatorio

Dificultades en el aseguramiento cuando se contrata de sub-subconcesiones

■ Transferibilidad y convertibilidad

Gestión de capitales mucho más flexible que la parte referida a la previsión de dividendos

Generalmente son períodos cortos de tiempo

Imposibilidad de gestionar el tipo de cambio de la liquidación en caso de indemnización