

Puerta del Sur S.A.

PDS – Aeropuerto Internacional de Carrasco Informe Integral

Calificaciones

Nacional

Emisor **AA(uy)**
 ON por hasta USD 87 MM **AA(uy)**

Rating Watch -Alerta - Negativo

Resumen Financiero

Consolidado (\$ miles)	31/12/2019		31/12/2018	
	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Total Activos	156.720	165.697		
Deuda Financiera	8.605	17.202		
Ingresos	95.316	95.360		
EBITDA	48.134	49.050		
EBITDA (%)	50,5	51,4		
Deuda Total / EBITDA	0,4	0,5		
Deuda Neta Total / EBITDA	0,2	0,3		
EBITDA / Intereses	24,0	18,4		

Criterios Relacionados

Metodología de calificación de finanzas corporativas. Registrado ante el Banco Central del Uruguay, disponible en www.bcu.gub.uy

Analista Principal

Gabriela Curutchet
 Director Asociado
 +54 11 5235-8122
gabriela.curutchet@fixscr.com

Analista Secundaria

María Fernanda López
 Director Senior
 +54 11 5235 8130
mariafernanda.lopez@fixscr.com

Responsable del Sector

Cecilia Minguillon
 Director Senior
 +54 115 235-8123
cecilia.minguillon@fixscr.com

Factores Relevantes de la Calificación

Rating Watch (Alerta) negativo: FIX SCR (afilada de Fitch Ratings) – en adelante FIX - asignó Rating Watch – Alerta – Negativo a las calificaciones de Puerta del Sur S.A. (en adelante PDS o la compañía). El mismo releja la expectativa de caída en los volúmenes de pasajeros para 2020 debido a la reducción del tráfico en el Aeropuerto Internacional de Carrasco. Las restricciones en los vuelos internacionales impuestos por el Gobierno de Uruguay a partir del 18/03/2020 y la disminución del tráfico, de la actividad de carga y demás actividades relacionadas debido a la imposición de la cuarentena en el país podría reducir severamente la liquidez de PDS en el 2020 para afrontar los servicios de deuda de ese año por USD 8.7 millones correspondientes a las ON calificadas.

A la luz de la pandemia de Coronavirus, que ha desencadenado restricciones a los viajes aéreos e impactado severamente los volúmenes de pasajeros, FIX ha revisado su caso base para reflejar un escenario que incluye un 60% de caída en el tráfico para 2020, el cual se recupera gradualmente hasta la normalización en 2022. Adicionalmente a esta caída significativa en los pasajeros desde 2 millones al año en los últimos años hasta 800 mil estimados para 2020, FIX considera la existencia de una delicada situación en la industria aeronáutica global, comprometiendo la capacidad de pago de las principales aerolíneas aéreas.

Refinanciación de ON neutral para la calificación: PDS planea presentar una propuesta de enmienda al contrato de las actuales Obligaciones Negociables en el cual se difieren los pagos de vencimientos de capital de abril y octubre'20 (USD 4.35 MM cada uno) hasta abril y octubre'22. FIX entiende que la aceptación de la misma (se necesita el 75% de los tenedores) tendrá un impacto positivo en la liquidez de corto plazo, y le permitirá a PDS preservar la caja en un contexto de reducida actividad. Los intereses continuarán pagándose semestralmente. La propuesta de enmienda se encuentra sujeta a que ACI Airport Sudamerica S.A. (ACI) logre realizar el canje del bono vigente por USD 186 MM.

Sólidos fundamentos del negocio a mediano plazo: PDS representa la principal puerta de entrada a Uruguay capturando cerca del 85% de total de tráfico aéreo del país con una base de pasajeros histórica cercana a los dos millones. En los últimos años la compañía obtuvo ingresos anuales entre USD 91/95 millones derivados de ingresos aeronáuticos y comerciales (60%/40%), sustentados en un mecanismo anual de ajustes tarifarios. Los márgenes de rentabilidad, superiores a 50%, las reducidas inversiones comprometidas a partir del año 2015 y la distribución de dividendos sostenible, permitieron lograr un flujo de fondos libre positivo, resultando en 2019 en USD 5.5 millones.

Estructura de vencimientos conservadora: La deuda de PDS está estructurada en términos fijos y con un perfil de amortización conservador. A diciembre de 2019, la deuda financiera de PDS era de USD 17.4 millones correspondiendo el 100% a las Obligaciones Negociables. La relación Deuda-EBITDA, resultó en 0.4 veces (x). La calificación considera la política de dividendos de la compañía ya que el repago de la deuda de su controlante ACI proviene de los dividendos de PDS.

Sensibilidad de la Calificación

El Rating Watch Negativo refleja la expectativa de fuerte caída en el tráfico para lo que resta de 2020 en relación con la pandemia COVID-19 y las medidas gubernamentales para contener el contagio a nivel mundial. El Rating Watch Negativo será resuelto una vez que exista más información referida al impacto del Coronavirus sobre los tráficos anuales, su recuperación así como la situación económica-financiera de las principales contrapartes y en definitiva sobre la habilidad del emisor para manejar sus compromisos operativos, incluyendo el canon anual por USD 5.0 millones y demás obligaciones a los fines de preservar su liquidez.

Liquidez y estructura de capital

A diciembre '19 PDS poseía caja e inversiones liquidas por USD 6.2 MM y deudas de corto plazo por USD 8.9 MM. La compañía opera con una buena liquidez. A dic'19 la caja e inversiones corrientes ascendía a USD 6.2 millones, cubriendo el 70% de la deuda de corto plazo.

Perfil del Negocio

Descripción del Activo

PDS posee la concesión exclusiva del Aeropuerto Internacional de Carrasco Gral. Cesáreo L. Berisso (AIC) por un período de 30 años (hasta 2033). La concesión fue inicialmente otorgada por 20 años y en septiembre 2014 extendida por 10 años más. Localizado a 18 km de la ciudad capital Montevideo, las principales instalaciones del AIC comprenden: una terminal de pasajeros con una superficie de 45.000 m2, dos pistas de aterrizaje con una extensión total de 5.450 m, estacionamiento para 1.200 vehículos y una estación de carga con una superficie de 11.700 m2.

AIC es el principal aeropuerto internacional del Uruguay, atendiendo a cerca de 85% del tráfico de pasajeros del país. Es también el principal centro de distribución de carga de la nación, operando 100% del comercio exterior realizado vía aérea.

Accionista/Patrocinador

El accionista de Puerta del Sur es Cerealsur S.A. que a su vez forma pertenece al Grupo Corporación América. El grupo controlante presenta vasta experiencia teniendo la concesión de terminales aeroportuarias y de cargas en 52 aeropuertos de Latinoamérica y Europa. Entre los principales aeropuertos se encuentran 33 aeropuertos en Argentina (a través de Aeropuertos Argentina 2000), el Aeropuerto Internacional de Carrasco y Laguna del Sauce en Uruguay, el Aeropuerto Internacional de Armenia, el Aeropuerto Internacional de Guayaquil (Ecuador) y el aeropuerto internacional de Brasilia (Brasil). Esta actividad incluye la administración operativa y comercial del aeropuerto, cargas, y otros servicios vinculados.

PDS es el responsable por las actividades de operación y mantenimiento (O&M) de AIC, sin embargo las actividades de operación son realizadas, por Cedecor S.A., empresa controlada por CAAP. Cedecor S.A. recibe un canon por parte de PDS del 2,5% de los ingresos operativos con un tope anual de 2MM de dólares actualizable con la misma paramétrica de las tarifas.

Con fecha 7 de mayo de 2015, ACI Airport Sudamérica S.A. (único accionista de Cerealsur S.A.) ha formalizado la emisión de obligaciones negociables por USD 200 millones con vencimiento en el año 2032. Cerealsur es inicialmente el garante de la mencionada emisión asumiendo ciertas obligaciones, entre ellas asegurar el cumplimiento de Puerta del Sur a ciertas obligaciones, y otorgando garantías reales a favor de los tenedores (prenda sobre las acciones de Puerta del Sur S.A., prenda sobre las acciones Cerealsur S.A. Adicionalmente, está previsto que una vez canceladas las Obligaciones Negociables de PDS y con sujeción a cumplimiento de ciertas condiciones, pasaría a ser garante de la mencionada emisión.

Marco Legal

Contrato de Concesión

Las actividades de PDS se encuentran regidas por el Contrato de Gestión Integral ("contrato de concesión") otorgado por el gobierno uruguayo, a través del Ministerio de Defensa (Dirección Nacional de Infraestructura Aeronáutica - DINACIA).

ACI Airport Sudamerica S.A. Calificada por Fitch en BBB- RWN	
100%	
CerealSur S.A.	
100%	
Puerta del Sur Uruguay	
31/12/2019	USD '000
Caja	6,2
Deuda total	17,4
Ventas	95,3
EBITDA	48
Deuda/EBITDA	0,4

PDS tiene a su cargo la prestación de servicios relacionados con actividades aeroportuarias y no aeroportuarias, incluyendo todas las actividades comerciales que complementen la actividad aeroportuaria. Se excluyen de estos servicios aquellos de tránsito aéreo, control de operaciones y protección al vuelo, que quedan reservados al Estado uruguayo.

Los Términos y Condiciones del Contrato de Gestión Integral incluyen un canon anual pagadero al gobierno por los derechos de concesión el cual se determina en función de la mayor de estas dos cantidades: USD 4.5 millones o la suma de multiplicar cada unidad de trabajo (definida como 1 pasajero o 100 kilos de carga o correo) por USD 4.19 (actualizado última vez en mar. 2018). Estos montos pueden ser ajustados durante la concesión, de acuerdo con una fórmula económica establecida en el contrato. A partir de la extensión del contrato de concesión no se computarán para el cálculo del canon básico aquellos pasajeros en tránsito que superen el 7.5% del total de pasajeros que utilizan el servicio de AIC. Además se incorporó el Canon Adicional que se comenzará a pagar en Octubre 2017, el mismo se calcula en base a los pasajeros partidos y arribados que superen un millón quinientos mil, no computándose los pasajeros en tránsito ni los efectivos pertenecientes a organismos internacionales. El canon se aplicará por franja según la siguiente tabla.

Desde Pasajero	Hasta Pasajero	Coefficiente Canon Adicional
	1.500.000	0,000
1.500.000	1.750.000	0,075
1.750.000	2.000.000	0,156
2.000.000	2.250.000	0,272
2.250.000	2.500.000	0,398
2.500.000	2.750.000	0,538
2.750.000	3.000.000	0,692
3.000.000		0,861

Cláusulas de terminación del contrato:

1. Cumplimiento del plazo.
2. Resolución por incumplimiento grave de PDS de las cláusulas contractuales. Esta resolución depende del Ministerio de Defensa.
3. Rescate del contrato por parte del Ministerio de Defensa cuando existan fundadas razones de interés público que lo hagan necesario o conveniente, mediante una indemnización a PDS, que contempla los siguientes puntos: (i) la garantía de cumplimiento del contrato, (ii) el valor de las inversiones de construcción o reparación de inmuebles, conforme a los programas aprobados neta de depreciaciones, y (iii) una parte proporcional de la suma pagada en el remate de las acciones.

El aeropuerto es operado y manejado adecuadamente desde 2003 por PDS, por lo que riesgo de terminación de contrato por responsabilidad de PDS es considerado bajo.

Programa de Inversiones de Capital

El modelo de concesión es del tipo BOT (build-operate-transfer) donde PDS asume la responsabilidad de realizar inversiones de construcción de obras nuevas, reparación, ampliación, conservación y mantenimiento, y aquellas necesarias para responder al crecimiento de tráfico de pasajeros y carga. A la fecha del informe la mayor parte de las inversiones han sido completadas. Durante 2020 la compañía puede reducir las inversiones a las de mantenimiento. Las inversiones a realizarse en el mediano plazo no son compulsivas y apuntan a lograr reducciones de costos y/o mejoramiento ambiental.

Cuadro Tarifario

Las actividades aeronáuticas y sus respectivas tasas son reguladas e incluyen las tasas de uso de la estación aérea (tasas de embarque), tasas de aterrizaje, tasas de estacionamiento de aeronaves, y tasas de servicios de rampa y carga. Los servicios de rampa y carga están subcontratados por terceros, y por tanto, clasificados como actividades comerciales, sin embargo, el canon cobrado por PDS a los subcontratistas es regulado.

El contrato de concesión establece precios máximos para estas actividades, los cuales pueden ser ajustados teniendo en cuenta la variación de los índices de precio y el tipo de cambio, a solicitud del concesionario. Los ajustes, sin embargo, no son automáticos, pues requieren de la aprobación previa del gobierno. Un punto muy importante es que si la ecuación resultara desfavorable, PDS puede no presentarse en ese período a revisar las tarifas, con lo cual es improbable que las mismas caigan. Las tasas de embarque internacional han sido ajustadas siete veces desde el comienzo de la concesión y se mantienen competitivas, por debajo de la media de otros aeropuertos de América Latina.

Las actividades comerciales incluyen el canon cobrado al Duty Free y a la terminal de cargas,

Segmento	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Internacional	29	31	31	36	36	40	40	40	40	42	45	46	46
Puente Aéreo	15	17	17	17	17	19	19	19	19	19	21	21	21
Doméstico	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2

*Montevideo (AIC) - Buenos Aires (Aeroparque). Fuente: PDS

los ingresos provenientes del estacionamiento, el *fueling* (combustible), los servicios de rampa, la publicidad en terminal, la concesión de espacios comerciales y los servicios de sala VIP. Estos servicios no están definidos en la concesión, razón por la cual los precios son establecidos libremente por PDS. Sin embargo, PDS debe notificar a DINACIA con 30 días de anticipación sobre cualquier aumento en el precio de estas actividades.

Análisis de Tráfico y Aerolíneas

En 2019 el nivel de pasajeros decreció en un 4.9% con respecto al año anterior. La base de tráfico de PDS es de origen y destino (O&D), mostrando la naturaleza de aeropuerto gateway

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Total de Pasajeros	1.783.368	1.568.867	1.696.476	1.701.023	1.890.094	2.117.664	2.098.045	1.995.963
Variación	-8,4%	-12,0%	8,1%	0,3%	11,1%	12,0%	-0,9%	-4,9%

Fuente: PDS

en Uruguay. El aeropuerto ofrece vuelos directos a 14 ciudades de América del Sur, América Central, Estados Unidos y España. Aerolíneas Argentinas ofrecen vuelos de puente aéreo entre Montevideo y Buenos Aires (Aeroparque); Iberia, Air Europa, Air France y American Airlines a Madrid y Miami, y Copa a Panamá, que luego conecta con América Central, el Caribe y Estados Unidos.

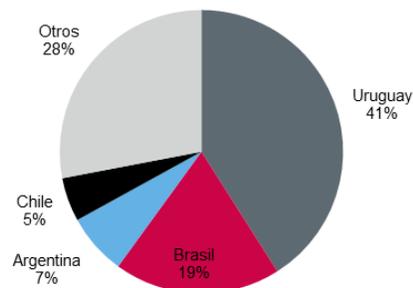
En 2019 las principales nacionalidades de los pasajeros fueron: Uruguay 43%, Brasil 19%, y Argentina 7%.

Aerolínea

Aerolíneas Argentinas	12%
Sol	0%
AIR EUROPA	5%
American	6%
Air France	0%
Amazonas	4%
Azul	4%
COPA	10%
SKY	1%
Iberia	8%
Lan	16%
Alas U	0%
GOL	12%
Taca	5%
TAM	17%
TOTAL	100%

Fuente: PDS

Pasajeros transportados por Nacionalidad



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Perfil Financiero

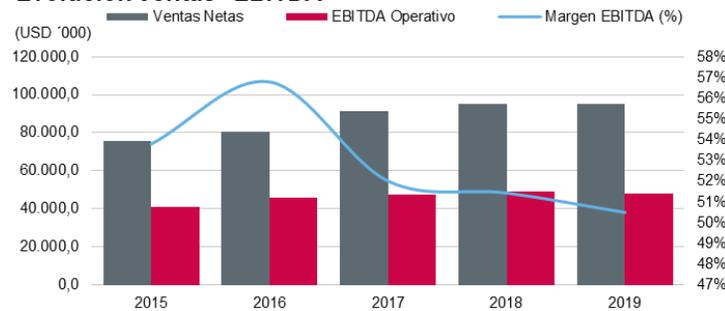
Rentabilidad

Los ingresos operativos y margen EBITDA de Puerta del Sur, para el ejercicio cerrado en diciembre de 2019, alcanzaron los USD 95,3 millones (incluyendo actividades de construcción y servicios) y 50.5% respectivamente; contra USD 95.4 millones y 51.4% en 2018. La reducción de márgenes se fundamenta en los costos crecientes en pesos mayores a la variación de tipo de cambio manteniéndose la tarifa en dólares sin ajustes durante 2019.

El tráfico de pasajeros anual decreció un 4.9% frente al año anterior pero se mantuvo cercano a los 2 MM de pasajeros. Los ingresos comerciales cayeron un 7% mientras que los ingresos aeronáuticos solamente un 0.4% por el aumento de la tasa de seguridad y la tasa de uso de aerostación. El perfil de ingresos de PDS es balanceado entre servicios aeronáuticos (60%) y actividades comerciales (40%), que a su vez reduce parcialmente la exposición al riesgo de volumen durante temporadas adversas. Por otro lado, los ingresos aeronáuticos se encuentran adecuadamente diversificados por aerolínea ya que ninguna de ellas supera el 32% de los ingresos por este concepto, reduciendo el riesgo de contraparte.

FIX estima en su escenario base, que en 2020 el tráfico de pasajeros va a disminuir un 60% y el EBITDA rondará los USD 11 millones a partir de los buenos resultados en el primer trimestre y las medidas de reducción de costos durante el período de actividad disminuida.

Evolución Ventas - EBITDA



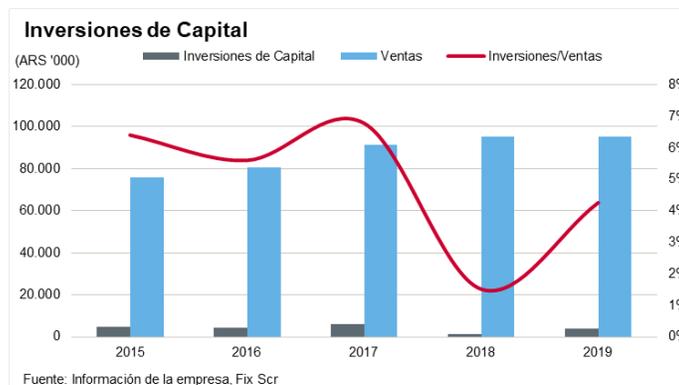
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Flujo de Fondos

En 2019, PDS generó un Flujo de Caja Operativo por USD 31 millones. Tras financiar un incremento del capital de trabajo de USD 1.8 millones, realizar inversiones de capital por USD 4.0 millones y distribuir dividendos por USD 23.2 millones, el flujo de fondos libre de PDS resultó positivo en USD 5.5 millones. La compañía utilizó los fondos para cancelar las amortizaciones de las ON. Para 2020 se espera que el flujo de fondos libre resulte positivo a partir de la reducción de inversiones y la reducción de dividendos.

Liquidez y Estructura de Capital

La deuda de PDS está estructurada en términos fijos y con un perfil de amortización conservador. A diciembre de 2019, la deuda financiera de PDS resultó en USD 17.4 millones correspondiendo el 100% a las Obligaciones Negociables. La relación Deuda-EBITDA, a la misma fecha, se ubicaba en 0.4 veces (x). Actualmente, la compañía posee caja por USD 15 millones. FIX considera el bono emitido por ACI por USD 200 MM con vencimiento en 2032 ya que la cancelación de los vencimientos semestrales depende de los dividendos de PDS.

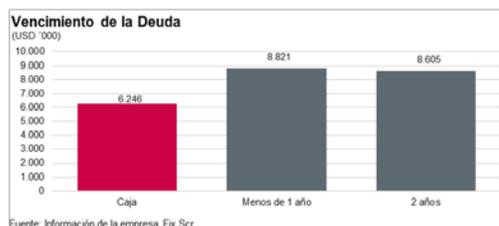


La compañía planea refinanciar los vencimientos de capital de las Obligaciones Negociables. Para ello PDS planea enmendar el contrato logrando el mínimo de aceptación del 75%. Se prorrogarán las cuotas por un año o sea que en 2020 no habría vencimientos de capital y los mismos se extienden hasta abril/oct.

2022. Los intereses se continúan pagando semestralmente a la misma tasa y en caso que efective la enmienda se pagará una compensación del 1% sobre el monto a refinanciar. La enmienda se encuentra sujeta a que ACI realice el canje del bono garantizado con las acciones de Puerta del Sur. De no llegar a realizarse el canje del bono cuya deuda a la fecha es de USD 186 MM, PDS pagará el vencimiento de capital más los intereses adeudados por dicho período.

Fondeo y Flexibilidad Financiera

Históricamente, PDS detentó un probado acceso al mercado de crédito, tanto a través de su emisión en el mercado de capitales como con los bancos de la plaza local. La refinanciación de los vencimientos de capital en 2020 le permitirá a la compañía mejorar su posición de liquidez durante el corriente ejercicio.



Categoría	Monto	Porcentaje
Deuda de Corto Plazo	8.821	8%
Deuda de Largo Plazo	8.605	8%
Otros	0	0%
Deuda Total Ajustada	17.427	15%
Total Patrimonio	96.207	85%
Total Capital Ajustado	113.634	100%

Fuente: PDS

Anexo I. Resumen financiero

Resumen Financiero - Puerta Del Sur S.A

(miles de USD, año fiscal finalizado en Diciembre)

Cifras Consolidadas

Normas Contables

Periodo

	NIIF 2019 12 meses	NIIF 2018 12 meses	NIIF 2017 12 meses	NIIF 2016 12 meses	NIIF 2015 12 meses
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	48.134	49.050	47.524	45.861	40.810
EBITDAR Operativo	48.134	49.050	47.524	45.861	40.810
Margen de EBITDA	50,5	51,4	52,0	56,8	53,8
Margen de EBITDAR	50,5	51,4	52,0	56,8	53,8
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	29,1	32,5	38,1	30,6	26,7
Margen del Flujo de Fondos Libre	5,8	7,0	5,0	15,6	29,8
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	28,3	29,2	26,9	24,0	19,4

Coberturas

FGO / Intereses Financieros Brutos	16,5	14,5	13,9	11,6	8,3
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	24,0	18,4	13,5	12,0	8,1
EBITDAR Operativo / (Intereses Financieros + Alquileres)	24,0	18,4	13,5	12,0	8,1
EBITDA / Servicio de Deuda	4,4	4,2	3,8	3,5	2,9
EBITDAR Operativo / Servicio de Deuda	4,4	4,2	3,8	3,5	2,9
FGO / Cargos Fijos	16,5	14,5	13,9	11,6	8,3
FFL / Servicio de Deuda	0,7	0,8	0,6	1,3	1,9
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	1,3	1,6	1,6	2,5	2,8
FCO / Inversiones de Capital	8,1	25,1	7,2	9,7	7,8

Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada / FGO	0,5	0,7	0,7	1,0	1,3
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,4	0,5	0,7	0,9	1,3
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,2	0,3	0,5	0,6	1,0
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	0,4	0,5	0,7	0,9	1,3
Deuda Total Ajustada Neta / EBITDAR Operativo	0,2	0,3	0,5	0,6	1,0
Costo de Financiamiento Implícito (%)	10,2	9,4	9,0	8,0	7,2
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	50,6	34,2	26,0	21,0	17,7

Balance

Total Activos	156.720	165.697	179.228	185.373	186.862
Caja e Inversiones Corrientes	6.246	9.677	11.749	15.889	11.984
Deuda Corto Plazo	8.821	8.934	9.046	9.159	9.271
Deuda Largo Plazo	8.605	17.202	25.799	34.395	42.992
Deuda Total	17.427	26.136	34.845	43.554	52.263
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	17.427	26.136	34.845	43.554	52.263
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	17.427	26.136	34.845	43.554	52.263
Total Patrimonio	96.207	92.951	94.015	101.478	103.389
Total Capital Ajustado	113.634	119.086	128.860	145.031	155.652

Flujo de Caja

Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	31.067	36.034	45.590	40.509	36.469
Variación del Capital de Trabajo	1.803	137	(1.097)	3.127	1.527
Flujo de Caja Operativo (FCO)	32.870	36.171	44.493	43.636	37.996
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	(1)	(1)	0	0	0
Inversiones de Capital	(4.058)	(1.442)	(6.189)	(4.521)	(4.856)
Dividendos	(23.278)	(28.100)	(33.743)	(26.500)	(10.550)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	5.534	6.628	4.560	12.615	22.590
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	0	0	0	0	0
Variación Neta de Deuda	(8.700)	(8.700)	(8.700)	(8.709)	(34.855)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	(265)	0	0	0	0
Variación de Caja	(3.432)	(2.072)	(4.140)	3.906	(12.265)

Estado de Resultados

Ventas Netas	95.316	95.360	91.383	80.763	75.870
Variación de Ventas (%)	(0,0)	4,4	13,1	6,4	3,8
EBIT Operativo	37.046	38.582	36.976	36.030	31.229
Intereses Financieros Brutos	2.005	2.661	3.524	3.826	5.024
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	26.535	27.036	26.281	24.588	17.937

Anexo II. Glosario

- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones
- EBITDAR: EBITDA + Alquileres devengados
- Servicio de Deuda: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Deuda Corto Plazo
- Cargos Fijos: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Alquileres devengados
- Costo de Financiamiento Implícito: Intereses Financieros Brutos / Deuda Total
- Deuda Ajustada: Deuda Total + Deuda asimilable al Patrimonio + Deuda Fuera de Balance

Anexo III. Características de los títulos

- Monto colocado: USD 87 MM.
- Precio: 99%
- Tasa de Interés: 7.75% tasa efectiva anual.
- Plazo: 14.5 años.
- Amortización: semestral (marzo y septiembre). El capital comenzó a amortizar a partir de 2011. La amortización de capital está planteada de acuerdo con siguiente esquema de porcentajes anuales: 5% año 2011, 5% año 2012 y 10% desde 2013-2021
- Pago de Intereses: semestral.
- Opción de rescate anticipado: PDS podrá rescatar anticipadamente la totalidad de las ONs en cualquier día de pago de intereses, en el caso en que los costos tributarios de mantener la emisión no resulten convenientes.
- Fideicomiso de administración: los flujos provenientes de la emisión se transferirán a un fideicomiso de administración, que irá liberando los fondos para la obra en función del cumplimiento de un cronograma físico-financiero, en la medida en que un ingeniero independiente informe el cumplimiento de las distintas etapas.
- Garantía: cesión a un Fideicomiso de Garantía de los ingresos de las tasas del aeropuerto, el canon cobrado al Free Shop y el canon cobrado a la terminal de carga. El Fideicomiso de Garantía cumplirá con la función de control y manejo de los fondos pero no cubrirá el riesgo performance de la compañía a lo largo de la concesión. El fideicomiso sólo comenzará a retener los ingresos cedidos a partir de que ocurra un evento de incumplimiento.
- El fideicomiso retendrá 1/6 de la próxima cuota de capital + intereses en una cuenta de reserva. Habiéndose cumplido un año de la normalización de PDS, los flujos volverán a la compañía.
- Agente fiduciario de la emisión: Bolsa Electrónica de Valores de Uruguay.
- Fiduciario de los FF de administración y garantía: Fidental Servicios Fiduciarios.

Condiciones relevantes (Covenants)

1. Cobertura de servicio de deuda (EBITDA / [capital + intereses]) de 1.50x para los años 2006-2011 / 2015-2021; 1.20x para 2012-2014.
2. Ratio de endeudamiento (pasivos/ [patrimonio + préstamos subordinados otorgados por el grupo]) menor a 3.0x.
3. Cumplir con los contratos de los concesionarios del Free Shop y Cargas. No rescindir o modificar contratos salvo que sea por condiciones iguales o mejores.
4. No ceder ni preñar derechos bajo los contratos de Fideicomiso.
5. Dividendos: durante la obra no podrán distribuirse dividendos ni conceder ningún tipo de préstamo a compañías vinculadas o controladas. Una vez terminada la obra, podrán distribuirse libremente siempre que el ratio de EBITDA/servicio de deuda sea superior a 1.7x, salvo que el agente fiduciario informe de algún incumplimiento.

Anexo IV. Dictamen de calificación FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.

El Consejo de Calificación de FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A. (afiliada de Fitch Ratings), en adelante FIX, reunido el **24 de abril de 2020** confirmó en AA(uy) la calificación de emisor y las Obligaciones Negociables por hasta USD 87 millones de **Puerta del Sur S.A.** Se colocó en Rating Watch – Alerta – Negativo.

Categoría AA(uy): “AA” nacional implica una muy sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. El riesgo crediticio inherente a estas obligaciones financieras difiere levemente de los emisores o emisiones mejor calificados dentro del país.

Las calificaciones nacionales no son comparables entre distintos países, por lo cual se identifican agregando un sufijo para el país al que se refieren. En el caso de Uruguay se agregará “(uy)”.

Los signos “+” o “-” podrán ser añadidos a una calificación nacional para mostrar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, y no alteran la definición de la categoría a la cual se los añade.

Rating Watch: una calificación se coloca bajo Rating Watch para advertir a los inversores que existe una razonable probabilidad de cambio en la calificación asignada y la probable dirección de esos cambios. El Rating Watch se designa como “Negativo” en caso de una potencial baja. Generalmente el Rating Watch se resuelve en un período relativamente corto de tiempo. El disparador de RW puede ser tanto un anticipo de un evento o puede tratarse de un hecho ya ocurrido, pero en ambos casos, las implicaciones exactas sobre la calificación permanecen indeterminadas. El período en el cual el RW está vigente es normalmente usado para reunir mayor información y/o profundizar al análisis. Adicionalmente, el RW puede ser usado cuando las consecuencias sobre la calificación son claras, y existe un evento disparador. El RW se extenderá para cubrir el período en que el evento disparador sea resuelto o su resultado sea predecible con un alto grado de certeza.

La calificación asignada se desprende del análisis de los factores cuantitativos y cualitativos. Dentro de los factores cuantitativos se analizaron la rentabilidad, el flujo de fondos, el endeudamiento y estructura de capital, y el fondeo y flexibilidad financiera de la compañía. El análisis de los factores cualitativos contempló el riesgo del sector, la posición competitiva, y la administración y calidad de los accionistas.

Fuentes

- Balances anuales auditados al 31/12/2019
- Auditor externo a la fecha del último balance: PricewaterhouseCoopers.
- Información de gestión y estimaciones propias suministrada por la compañía.
- Diversas publicaciones y notas relacionadas al sector.
- Prospecto de emisión de las ON disponible en www.bcu.gub.uy

Criterios Relacionados

Metodología de calificación de finanzas corporativas. Registrado ante el Banco Central del Uruguay, disponible en www.bcu.gub.uy

.Las calificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A (afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX SCR S.A. o la calificador-, ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación,

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS A LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES, PARA LOS CUALES EL ANALISTA LIDER SE BASA EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A (www.fixscr.com)

Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de calificación.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos sus derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A considera creíbles. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga, variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A en el momento de realizar una calificación crediticia será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes, con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos que pueden suceder y que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación.

La información contenida en este informe recibida del emisor se proporciona sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A y ningún individuo, o grupo de individuos es únicamente responsable por la calificación. La calificación sólo incorpora los riesgos derivados del crédito. En caso de incorporación de otro tipo de riesgos, como ser riesgos de precio o de mercado, se hará mención específica de los mismos. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A no está comprometida en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A estuvieron involucrados en el mismo pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A no constituye el consentimiento de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A a usar su nombre en calidad de “experto” en cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de títulos y valores de cualquier jurisdicción, incluyendo, pero no excluyente, las leyes del mercado de Estados Unidos y la “Financial Services and Markets Act of 2000” del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y su distribución electrónica, los informes de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.