

Puertas del Sur S.A.

(PDS – Aeropuerto Internacional de Carrasco)

Factores relevantes de la calificación

Baja de calificación: FIX SCR (afilada de Fitch Ratings) – en adelante FIX – bajó las calificaciones de Emisor de Largo Plazo y de las obligaciones negociables por hasta USD 87 millones emitidas por Puertas del Sur S.A. (PDS) a A(uy) Perspectiva Negativa desde AA(uy) Perspectiva Negativa. La baja de calificación responde a una recuperación del tráfico aéreo más lenta de lo esperada (-90% 4Q20 vs. 4Q19), que se espera se mantenga en 2021 ante el recrudescimiento de la segunda ola del COVID-19. La compañía producto de la pandemia tuvo un impacto negativo significativo en su generación de EBITDA durante 2020 (USD 10 MM a dic'20 vs. USD 48 MM a dic'19), que se espera se mantenga para la mayor parte de 2021, lo que derivó en mayores niveles de apalancamiento y presionó sobre la liquidez de la compañía.

Perspectiva Negativa: FIX mantiene la Perspectiva Negativa a las calificaciones de PDS, la cual refleja la incertidumbre sobre la duración de las consecuencias del COVID 19 y sus efectos en el volumen de pasajeros en los próximos años y consecuentemente en la generación de ingresos de PDS. FIX estima en su escenario base un EBITDA cercano a USD 5 millones para 2021, con una recuperación gradual a partir de 2022.

Fuerte vínculo con su controlante: FIX considera el fuerte vínculo con ACI Airport Sudamérica S.A. (ACI) calificada por Fitch Ratings en escala internacional en “BB+” Perspectiva Negativa. Desde un punto de vista consolidado Puerta del Sur es la única subsidiaria relevante con operaciones y generación de flujo. ACI incluye en sus pasivos USD 180.9 millones (dic'2020) correspondiente a los Bonos con vencimiento en 2032, garantizadas con las acciones de PDS, cuyo repago depende de los dividendos de dicha subsidiaria.

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. Los ingresos promedio entre 2016 y 2019 (pre pandemia) se ubicaron en torno a los USD 91 millones derivados de ingresos aeronáuticos y comerciales (60%/40%), sustentados en tarifas en dólares con un mecanismo anual de ajustes tarifarios. En el mismo período los márgenes de rentabilidad fueron superiores al 50%, que en conjunto con las reducidas inversiones comprometidas a partir del año 2015 y la distribución de dividendos sostenible, permitieron lograr un flujo de fondos libre positivo promedio cercano a los USD 7 millones.

Elevado apalancamiento con vencimientos de largo plazo: La deuda consolidada de ACI al 31/12/2020 ascendía a USD 209.2 millones de los cuales la gran mayoría corresponde a las ON emitidas por ACI, la cual no presenta una generación de fondos propia. FIX considera que esto implica un elevado nivel de apalancamiento de ACI estimado en su Caso Base entorno a las 22x para 2021 y reduciéndose a niveles cercanos a 8x en 2022. Adicionalmente ACI presentó al cierre de 2020 Patrimonio Neto Negativo por USD 13.5 millones. El elevado apalancamiento se encuentra mitigado por la estructura de vencimientos de largo plazo en línea con el vencimiento de la concesión, aunque la actual situación puede poner presión sobre la liquidez de corto plazo. A su vez PDS cerró 2020 con una relación deuda/EBITDA de 1.8x (0.4x en 2019), que FIX espera que cierre en torno a 3x en 2021.

Sensibilidad de la Calificación

La Perspectiva Negativa refleja la expectativa de fuerte caída en el tráfico para lo que resta de 2021 producto del COVID-19 en relación con los niveles pre pandemia y la incertidumbre de los efectos en el volumen de pasajeros en los próximos años. Los factores que en forma

Informe Integral

Calificaciones

Emisor A(uy)
 ON por hasta USD 87 MM A(uy)

Perspectiva Negativa

Resumen Financiero

PDS S.A.		
Consolidado (\$ miles)	31/12/20 12 meses	31/12/19 12 meses
Total Activos	140.576	156.720
Deuda Financiera	17.530	8.605
Ingresos	33.526	95.316
EBITDA	9.697	48.134
EBITDA (%)	28,9	50,5
DeudaTotal / EBITDA	1,8	0,4
Deuda Neta Total / EBITDA	1,5	0,2
EBITDA / Intereses	6,0	24,0

Criterios Relacionados

[Manual de Procedimiento de Calificación de Finanzas Corporativas, registrado ante el Banco Central del Uruguay. Disponible en \[www.bcu.gub.uy\]\(http://www.bcu.gub.uy\)](#)

Analistas



Analista Principal
 Gustavo Ávila
 Director
gustavo.avila@fixscr.com
 +54 11 5235 8142



Analista Secundario
 Cándido Pérez
 Director Asociado
candido.perez@fixscr.com
 +54 11 5235 8119



Responsable del Sector
 María Cecilia Minguillón
 Senior Director
cecilia.minguillon@fixscr.com
 +54 11 5235 8123

individual o conjunta podrían derivar en una baja de calificación son: 1) una menor generación de EBITDA en 2021/2022 derivada de un volumen de pasajeros menor al esperado, 2) una extensión adicional a lo esperado al cierre de frontera, 3) Una baja significativa en la calidad crediticia de ACI.

Liquidez y estructura de capital

Al 31/12/2020 PDS poseía caja e inversiones líquidas por USD 3.2 MM. La menor generación de ingresos, presionó la liquidez de PDS, ante la amortización parcial de las ON a afrontar este año, cerrando 2020 con un ratio de caja y equivalentes que cubría un 35.8% de la deuda de corto plazo. Ante esta situación la compañía obtuvo un nuevo financiamiento a través de un préstamo bancario por USD 10 millones, equivalente aproximadamente a la amortización de capital e intereses de la ON en 2021, aunque debe incorporarse el canon a pagar y los dividendos a distribuir estimados a distribuir a ACI por USD 6 millones.

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.

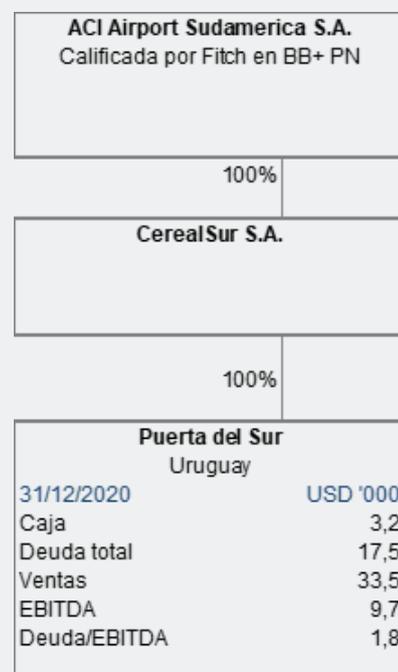
PDS es el responsable por las actividades de operación y mantenimiento (O&M) de AIC, sin embargo las actividades de operación son realizadas, por Cedikor S.A., empresa controlada por CAAP. Cedikor S.A. recibe un canon por parte de PDS del 2,5% de los ingresos operativos con un tope anual de 2MM de dólares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



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 2021 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.

Segmento	2007	2008/09	2010/11	2012 a 2015	2016	2017	2018 a 2020
Internacional	29	31	36	40	42	45	46
Puente Aéreo	15	17	17	19	19	21	21
Doméstico	2	2	2	2	2	2	2

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

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

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. Dada la actual situación algunas rutas se encuentran restringidas, las cuales se estima que irán reabriendo, al igual que incrementando las frecuencias, a medida que los países logren radicar los problemas sanitarios producto del COVID-19.

En un ambiente normalizado (pre pandemia - 2019), las principales nacionalidades de los pasajeros fueron: Uruguay 43%, Brasil 19%, y Argentina 7%.

	2011	2012	2014	2016	2017	2018	2019	2020
Total de Pasajeros	1946.525	1783.368	1696.476	1.890.094	2.117.664	2.098.045	1.995.963	531.000
Variación		-8,4%	8,1%	11,1%	12,0%	-0,9%	-4,9%	-73,4%

Fuente: PDS

Perfil Financiero

Rentabilidad

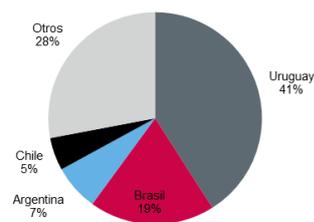
Los ingresos operativos y margen EBITDA de Puerta del Sur, para el ejercicio cerrado en diciembre de 2020, alcanzaron los USD 33,5 millones (incluyendo actividades de construcción y servicios) y 28.9% respectivamente; contra USD 95.3 millones y 50.5% en 2019. La fuerte reducción de ingresos y márgenes se explican principalmente por los menores ingresos

Aerolínea

Aerolíneas Argentinas	12%
SoI	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

producto de la caída del tráfico aéreo por la pandemia pese a un estricto control de los costos por la compañía.

El tráfico de pasajeros anual decreció en forma significativa en 2020 (-73.4% vs. 2019) y se espera que 2021 producto de la actual situación se mantenga en aproximadamente 450.000 pasajeros, alejado del nivel promedio cercano a los 2 MM de pasajeros.

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 18% de los ingresos por este concepto, reduciendo el riesgo de contraparte.

En 2020, los ingresos cayeron un 64.8% en el período, con mayor disminución en los ingresos aeronáuticos (-71.4%), mientras que los comerciales cayeron un 53.3%.

FIX estima en su escenario base, un EBITDA en 2021 cercano a los USD 5 millones, que luego recupere gradualmente a partir de 2022, en línea con la recuperación del tráfico aéreo. La compañía tanto en 2020 como en 2021 realizó diversas reducciones de costos a fin de preservar la caja y el resultado operativo durante el período de actividad disminuida.

Evolución Ventas - EBITDA

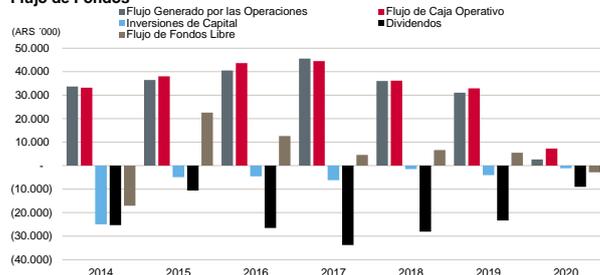


Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Flujo de Fondos

En 2020, PDS generó un Flujo de Caja Operativo por USD 7.2 millones. Tras presentar un capital de trabajo positivo por USD 4.6 millones, realizar inversiones de capital por USD 1.1 millones y distribuir dividendos por USD 9 millones, el flujo de fondos libre de PDS resultó negativo en USD 2.8 millones. Para 2021 se espera que el flujo de fondos libre resulte nuevamente negativo dada la caída en los ingresos y que FIX estima una distribución de dividendos de USD 6 millones para este año.

Flujo de Fondos



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Liquidez y Estructura de Capital

La deuda de PDS está estructurada en términos fijos y con un perfil de amortización conservador de acuerdo a una generación normalizada de la compañía. No obstante, producto de la pandemia, el grupo realizó una reestructuración de su deuda, que se terminó de perfeccionar en junio'20. Tanto el canje de ACI como el diferimiento de las ON de PDS

contribuyeron a la liquidez de ambas compañías en 2020, aunque en 2021 presenta cerca de USD 10 millones a afrontar entre amortizaciones parciales e intereses.

En el caso base FIX espera que la generación de EBITDA continúe fuertemente reducida en 2021 y considera que existe incertidumbre sobre la normalización y curva de recuperación de las operaciones, con una gradual recuperación a partir de 2022.

La deuda consolidada de ACI al 31/12/2020 ascendía a USD 209.2 millones de los cuales la gran mayoría corresponde a las ON emitidas por ACI, la cual no presenta una generación de fondos propia y que depende de los dividendos de PDS. FIX considera que esto implica un elevado nivel de apalancamiento de ACI estimado en su Caso Base entorno a las 22x para 2021 y reduciéndose a niveles cercanos a 8x en 2022. Adicionalmente ACI presentó al cierre de 200 Patrimonio Neto Negativo por USD 13.5 millones. El elevado apalancamiento se encuentra mitigado por la estructura de vencimientos de largo plazo en línea con el vencimiento de la concesión, aunque la actual situación puede poner presión sobre la liquidez de corto plazo. A su vez PDS cerró 2020 con una relación deuda/EBITDA de 1.8x (0.4x en 2019), que FIX espera que cierre en torno a 3x en 2021.

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 actual situación de menores ingresos en conjunto con el hecho de tener que afrontar vencimientos de capital e interés por cerca de USD 10 millones en 2021, sumado al pago del canon y el dividendo a pagar a ACI esperado en cerca de USD 6 millones, presiona la liquidez de la compañía. Ante esta situación PDS obtuvo un financiamiento bancario recientemente por USD 10 millones, que contribuye a afrontar los compromisos de este año, aunque FIX considera que los flujos del presente año serán ajustados y que cerrará 2021 con niveles de liquidez bajos.

Respecto a la distribución de dividendos, la compañía obtuvo un waiver (excepción) por parte de los tenedores a fines de 2020 que establece que pese a los covenants establecidos, en la medida que PDS continúe cumpliendo con las obligaciones contraídas en el documento de emisión de la ON diferentes del ratio correspondiente a la distribución de dividendos (Ratio de cobertura de servicio mayor a 1.25x a partir de abril 2020), y especialmente cumpla con los pagos a realizarse en el año 2021, PDS estará habilitada a distribuir dividendos a partir del 8 de noviembre (inclusive) y hasta el 31 de diciembre de 2021. Luego de dicha fecha, aplicará lo previsto en el Documento de Emisión. Se destaca que ACI presenta vencimientos en 2021 entre capital e interés cercanos a USD 10 millones y FIX estima una distribución de dividendos de USD 6 millones en el período.



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Capitalización

USD '000		
Deuda de Corto Plazo	8.830	9%
Deuda de Largo Plazo	8.700	9%
Otros	0	0%
Deuda Total Ajustada	17.530	17%
Total Patrimonio	84.273	83%
Total Capital Ajustado	101.803	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	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Período	2020	sep-20	jun-20	2019	2018	2017	2016
	12 meses	9 meses	6 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses

Rentabilidad							
EBITDA Operativo	9.697	9.715	9.860	48.134	49.050	47.524	45.861
EBITDAR Operativo	9.697	9.715	9.860	48.134	49.050	47.524	45.861
Margen de EBITDA	28,9	33,8	39,6	50,5	51,4	52,0	56,8
Margen de EBITDAR	28,9	33,8	39,6	50,5	51,4	52,0	56,8
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	4,2	8,7	8,4	11,0	32,5	38,1	30,6
Margen del Flujo de Fondos Libre	(8,5)	7,1	8,9	5,8	7,0	5,0	15,6
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	(3,4)	(0,6)	4,5	28,3	29,2	26,9	24,0

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

Estructura de Capital y Endeudamiento							
Deuda Total Ajustada / FGO	4,1	1,5	1,0	6,2	0,7	0,7	1,0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,8	1,4	0,9	0,4	0,5	0,7	0,9
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,5	0,8	0,5	0,2	0,3	0,5	0,6
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	1,8	1,4	0,9	4,2	0,5	0,7	0,9
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	1,5	0,8	0,5	4,1	0,3	0,5	0,6
Costo de Financiamiento Implícito (%)	9,3	9,2	10,2	10,2	9,4	9,0	8,0
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	50,4	27,0	25,6	50,6	34,2	26,0	21,0

Balance							
Total Activos	140.576	147.840	150.327	156.720	165.697	179.228	185.373
Caja e Inversiones Corrientes	3.160	8.115	8.346	6.246	9.677	11.749	15.889
Deuda Corto Plazo	8.830	4.809	4.471	8.821	8.934	9.046	9.159
Deuda Largo Plazo	8.700	13.033	13.007	8.605	17.202	25.799	34.395
Deuda Total	17.530	17.841	17.478	17.427	26.136	34.845	43.554
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	17.530	17.841	17.478	17.427	26.136	34.845	43.554
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	186.000	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	17.530	17.841	17.478	203.427	26.136	34.845	43.554
Total Patrimonio	84.273	86.786	89.306	96.207	92.951	94.015	101.478
Total Capital Ajustado	101.803	104.627	106.784	299.634	119.086	128.860	145.031

Flujo de Caja							
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	2.690	7.861	7.931	31.067	36.034	45.590	40.509

Variación del Capital de Trabajo	4.582	4.291	4.098	1.803	137	(1.097)	3.127
Flujo de Caja Operativo (FCO)	7.273	12.151	12.030	32.870	36.171	44.493	43.636
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	(1)	(1)	0	0
Inversiones de Capital	(1.117)	(1.101)	(809)	(4.058)	(1.442)	(6.189)	(4.521)
Dividendos	(9.000)	(9.000)	(9.000)	(23.278)	(28.100)	(33.743)	(26.500)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(2.845)	2.050	2.220	5.534	6.628	4.560	12.615
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	0	0	0	0	0	0	0
Variación Neta de Deuda	0	0	0	(8.700)	(8.700)	(8.700)	(8.709)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	(241)	(181)	(121)	(265)	0	0	0
Variación de Caja	(3.086)	1.869	2.100	(3.432)	(2.072)	(4.140)	3.906
Estado de Resultados							
Ventas Netas	33.526	28.759	24.907	95.316	95.360	91.383	80.763
Variación de Ventas (%)	(64,8)	(60,6)	(48,4)	(0,0)	4,4	13,1	6,4
EBIT Operativo	(1.520)	1.285	4.241	37.046	38.582	36.976	36.030
Intereses Financieros Brutos	1.627	1.222	1.013	2.005	2.661	3.524	3.826
Alquileres	0	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	(2.935)	(421)	2.098	26.535	27.036	26.281	24.588

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 Instrumentos

- 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. De acuerdo a lo aprobado por la Asamblea de tenedores, el 24 de abril de 2020, los pagos de capital correspondientes a abril'20 y noviembre'20 se difieren a abril'22 y noviembre'22.
- 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: Fiducial 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. Los obligacionistas el 24/04/2020 aprobaron un cambio en dicho ratio; el mismo debe ser igual a 1.25x o mayor para el año 2020 (a ser medido al 31/12/2020) y ser igual a 1.4x o mayor para el año 2021 (a ser medido al 31/12/2021).
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 resulte conforme a los estipulado en 1.

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 29 de abril de 2021 bajó a **A(uy) Perspectiva Negativa** desde **AA(uy) Perspectiva Negativa** a la calificación de emisor y las Obligaciones Negociables por hasta USD 87 millones de Puerta del Sur S.A.

Categoría A(uy): "A" nacional implica una sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas pueden afectar la capacidad de repago en tiempo y forma en un grado mayor que para aquellas obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

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.

La perspectiva de una calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de periodo de uno o dos años. La perspectiva puede ser positiva, negativa o estable. Una perspectiva negativa o positiva no implica que un cambio en la calificación sea inevitable. Del mismo modo, una calificación con perspectiva estable puede ser cambiada antes de que la perspectiva se modifique a positiva o negativa si existen elementos que lo justifiquen

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

Fuentes

- Estados Contables anuales auditados al 31/12/2020. Estados Contables Intermedios
- 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

Manual de Procedimiento 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 la calificadora-, ha recibido honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA 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. 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 SA, 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 SA 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 SA (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 SA se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA considera creíbles. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA 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 SA 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 SA 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 SA 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 SA y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA 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 SA 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 SA evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA 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 SA no está comprometida en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA 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 SA 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 SA. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA 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 SA 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 SA 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 SA no constituye el consentimiento de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA 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 SA pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.