

# FF Aeropuerto Internacional de Rosario (AIR)

Fideicomiso Financiero  
Informe Preliminar

Índice	pág.
Calificaciones preliminares	1
Riesgo Crediticio	2
Modelo, aplicación de metodología e información	2
Análisis de sensibilidad	3
Análisis de los activos	4
Desempeño de los activos	4
Riesgo de contraparte	5
Riesgo de Estructura	7
Riesgo de Mercado	7
Riesgo Legal	8
Limitaciones	8
Descripción de la Estructura	8
Estructura financiera	9
Mejoras crediticias	9
Aplicación de fondos	10
Antecedentes	10
Anexo A: Dictamen de calificación	11

## Calificaciones preliminares

Clase	Monto por hasta USD(*)		Vencimiento Final (**)	Calificación	Sobreintegación	Perspectiva
	mínimo	máximo				
VDF Tramo I	8.000.000	12.000.000	Feb/2024	AA\$ (arg)	No aplica	Estable

(\*) El monto a emitir, mínimo o máximo, será determinado en el periodo de licitación. (\*\*) Asumiendo la fecha del último pago de cada título.  
Las calificaciones preliminares no reflejan las calificaciones finales y se basan en información provista por el originador y asesores financieros a Marzo de 2019. Estas calificaciones son provisionales y están sujetas a la documentación definitiva al cierre de la operación. Las calificaciones no son una recomendación o sugerencia, directa o indirecta, para comprar, vender o adquirir algún título valor. El presente informe de calificación debe leerse conjuntamente con el prospecto de emisión.

## Resumen de la transacción

El Aeropuerto Internacional de Rosario (AIR o fiduciante) cederá a Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria S.A. (Rosfid o fiduciario) los derechos crediticios futuros, instrumentados en facturas mensuales, en concepto de cobranzas de las tasas de embarque de vuelos internacionales, pagaderos por los pasajeros a las compañías aéreas que realizan tales vuelos, las cuales actúan como agentes de percepción y depositan los cobros en la cuenta del AIR. La cesión será por hasta el monto suficiente para cumplir con las obligaciones de los VDF de cada tramo a emitir, no pudiéndose retener mensualmente más del 70% de la recaudación proyectada de los créditos cedidos para el periodo de recaudación.

En contrapartida, el fiduciario emitirá VDF Tramo I por hasta VN US\$ 8 millones (ampliable a US\$ 12 millones) dentro de un monto máximo total del Fideicomiso de US\$ 30 millones a emitirse en futuros tramos que tendrán igual orden de prelación que el Tramo I. Los pagos al VDF se efectuarán de acuerdo a un cronograma teórico a 48 meses, con pagos de interés mensual y pagos de amortización trimestral. El vencimiento final de los VDF se producirá 180 días desde la última fecha de pago de servicios estimado (Febrero 2024). Con el producido de la colocación se fondearán los fondos de liquidez, cambiario y gastos.

## Factores relevantes de la calificación

**Fundamento de calificación:** la estructura del fideicomiso no mejora el perfil de riesgo del fiduciante, dado que los flujos securitizados para este Tramo son depositados por parte de las empresas aéreas en la cuenta del AIR, lo que no reduce el riesgo de fungibilidad del dinero como si se depositarán directamente en la cuenta fiduciaria. El riesgo crediticio de los VDF reside en la calidad crediticia del AIR y de su capacidad para seguir operando y proveer la estructura y servicios necesarios para los vuelos internacionales.

**Calidad crediticia del fiduciante:** el AIR es un ente autárquico de la Provincia de Santa Fe (PSF). FIX considera que existe un fuerte vínculo con la provincia, dado el rol estratégico tanto político como social y económico, siendo el único aeropuerto internacional de la misma. La PSF está calificada en AA(arg), Perspectiva Estable por FIX. En los últimos años el AIR ha experimentado un fuerte crecimiento debido principalmente al desarrollo de vuelos internacionales que le proveen la mayor fuente de ingresos. La entidad tiene un importante plan de inversiones para los próximos 5 años, aunque el mismo será flexible en función de la evolución del crecimiento de vuelos y pasajeros y de las fuentes de financiamiento.

FIX SCR S.A. Agente de Calificación de Riesgo S.A. (afiliada de Fitch Ratings) en adelante FIX o la calificadoradora.

## Informes relacionados

[Provincia de Santa Fe, Jul. 12, 2018 \(Informe Integral\)](#)

[Provincia de Santa Fe, Abr. 29, 2019 \(Informe de Actualización\)](#)

## Analistas

### Analista Principal

Cintia Defranceschi  
Director  
+54 11 5235-8143  
[cintia.defranceschi@fixscr.com](mailto:cintia.defranceschi@fixscr.com)

### Analista Secundario

Diego Estrada  
Director Asociado  
+54 11 5235-8126  
[diego.estrada@fixscr.com](mailto:diego.estrada@fixscr.com)

### Responsable del sector

Mauro Chiarini  
Director Senior  
+54 11 5235-8140  
[mauro.chiarini@fixscr.com](mailto:mauro.chiarini@fixscr.com)

**Buena contraparte:** las compañías aéreas son las que cobran las tasas de embarque de los pasajeros y transfieren los montos al AIR. En los vuelos internacionales, la principal compañía que opera es LATAM Airlines con más del 50% de los pasajeros transportados y de las tasas de embarque facturadas. Le siguen en importancia COPA Airlines, GOL y Aerolíneas Argentinas. LATAM posee un modelo de negocios diversificado, posición importante en el mercado regional y liquidez adecuada, aunque un nivel de deuda ajustado con cierta volatilidad operativa relacionada con algunos mercados clave. El riesgo crediticio es compatible con la calificación de los VDF.

**Cesión de créditos:** la cesión de los flujos futuros de los créditos implica una venta verdadera (*"true sale"*). Los mismos están al resguardo de posibles ataques de terceros acreedores a partir de la publicación del Decreto Provincial 720/2019 en el Boletín Oficial de la PSF que autoriza la constitución del Fideicomiso Financiero. Las empresas aéreas como contraparte de los flujos serán notificadas de la cesión. Sin embargo, dado que se ceden gran parte de los recursos operativos del AIR, FIX analizó la viabilidad operativa de la entidad asumiendo un plan de financiamiento gradual para los próximos tres años.

**Buenos ratios de cobertura:** los VDF cuentan con buenos ratios de cobertura global calculados a la fecha de vencimiento final (Febrero 2024) tanto en el escenario base como el estresado y con un monto máximo de emisión de US\$ 12 millones para el primer tramo (2,66x y 2,32x respectivamente). La estructura cuenta con fondo de liquidez y cambiario a constituirse con el producido de la colocación.

**Descalce de monedas:** si bien las facturas están denominadas en dólares son pagaderas en pesos por las empresas aéreas y los VDF están denominados y serán pagaderos en dólares. El calce de monedas no es perfecto debido a que las conversiones se realizan con la cotización en dos fechas distintas. Esta contingencia está cubierta en parte por el fondo cambiario y la flexibilidad de pago de los instrumentos hasta la fecha de vencimiento final.

**Emisión nuevos tramos:** FIX asumió el máximo de US\$ 12 millones del Tramo I y evaluará a futuro el impacto que pudiera tener la emisión de nuevos tramos, con igual grado de prelación, sobre los niveles de cobertura de los instrumentos en circulación. Se analizará la evolución del activo fideicomitido, el monto a emitirse y el cronograma de pagos.

## Sensibilidad de la calificación

La calificación puede verse afectada negativamente en caso de un deterioro de la calidad crediticia del AIR y en que el plan de emisión de tramos se acelere en el corto plazo, lo que impactará en la viabilidad operativa de la entidad. Por el contrario una mejora en la percepción de riesgo del AIR podría implicar una revisión a la suba de la calificación.

## Evaluación

### Riesgo Crediticio

**Modelo, aplicación de metodología e información:** el análisis de la emisión se realizó bajo la Metodología de procedimientos de Calificación de Finanzas estructuradas registrado ante Comisión Nacional de Valores (disponible en [www.fixscr.com](http://www.fixscr.com) y en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)).

El análisis implicó la evaluación crediticia de AIR y las contrapartes de los deudores cedidos. Se analizó la calidad crediticia de AIR y de su capacidad para seguir operando y proveer la estructura y servicios necesarios para los vuelos internacionales. Respecto del flujo a cederse, FIX evaluó la evolución histórica y las proyecciones en función a la estimación del valor de las tasas de embarque y de la cantidad de pasajeros de vuelos internacionales esperados para los próximos años considerando los supuestos de variables macroeconómicas de la calificadora.

### Crterios relacionados

Metodología de procedimientos de Calificación de Finanzas estructuradas registrado ante Comisión Nacional de Valores

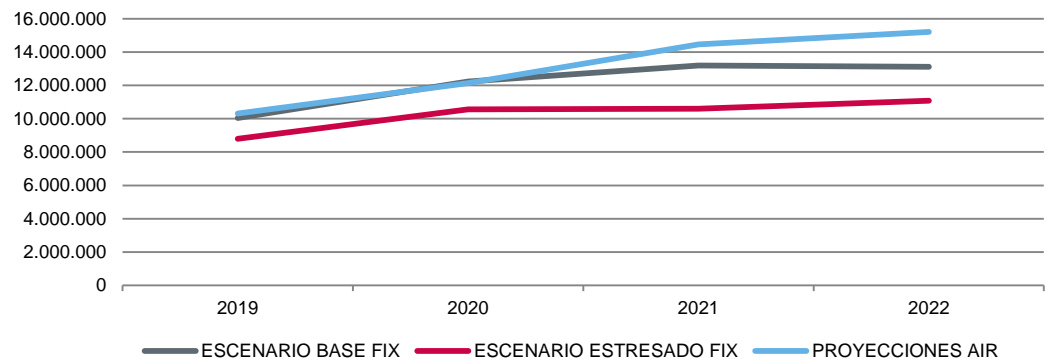
El flujo proyectado asumido fue hasta un máximo del 70% mensual que es el límite afectación. A dicho flujo se netearon los gastos e impuestos y luego se aplicó al repago de los VDF de acuerdo a sus términos y condiciones y los tiempos de retención. Se realizaron dos escenarios, el escenario base y el escenario estresado como así también se asumió el monto de emisión mínimo de US\$ 8 millones y el máximo de US\$ 12 millones para este primer tramo.

La información fue provista por AIR y ha sido procesada y posteriormente analizada por la calificadora.

**Análisis de sensibilidad:** FIX considera que la estructura del fideicomiso no mejora el perfil de riesgo del fiduciante, dado que los flujos securitizados para este Tramo no serán depositados directamente en la cuenta fiduciaria, lo que permitiría reducir el riesgo de fungibilidad del dinero. El riesgo crediticio de los VDF reside en la calidad crediticia del AIR y de su capacidad para seguir operando y proveer la estructura y servicios necesarios para los vuelos internacionales.

Sin embargo se evaluaron los niveles de cobertura del colateral versus los servicios de deuda y la sensibilidad de la calificación se realizó asumiendo el repago de los VDF en su fecha de vencimiento final que es a los 180 días de la última fecha de pago de servicios estimada (Febrero 2024), dado que el incumplimiento bajo los instrumentos recién operará en dicha fecha, independientemente del cumplimiento puntual del cronograma teórico.

**Gráfico #1**  
**Proyección Tasas Internacionales**



**Fuente:** Proyecciones FIX sobre información de AIR

Considerando el flujo de fondos proyectados y el esquema de pagos de los VDF a la fecha de vencimiento final, el ratio de cobertura global promedio resulta en 2,66x en el escenario base y 2,23x en el escenario estresado asumiendo un máximo de emisión de US\$ 12.000.000. Para analizar los distintos escenarios se asumieron estimaciones de cantidad de pasajeros, tasas de

**Tabla #1**  
**Escenarios y Niveles de Cobertura**

Cobertura	Emisión: VN US\$ 8 millones		Emisión: VN US\$ 12 millones	
	Escenario Base	Escenario Estresado	Escenario Base	Escenario Estresado
Mínima Mensual	2,92x	2,49x	1,87x	1,59x
Promedio Global	4,00x	3,36x	2,66x	2,23x

**Supuestos**

Escenario Base: Indicadores macroeconómicos proyectados por FIX / reducción cantidad de vuelos internacionales y tasa de ocupación para 2019 y 2020 y recuperación a partir de 2021 a niveles del 2018 / reducción de las tasas de embarque.

Escenario Estresado: Indicadores macroeconómicos proyectados por FIX en un escenario estresado / reducción cantidad de vuelos internacionales y tasa de ocupación para 2019 y 2020 y recuperación a partir del 2021 por debajo del 2018 / reducción en un 10% de las tasas de embarque del escenario base.

embarque, cantidad de vuelos internacionales y tasas de ocupación sobre la base de los niveles históricos y los planes estratégicos de la entidad para los próximos años.

**Análisis de los activos:** los activos a cederse al fideicomiso corresponden a los derechos crediticios futuros, instrumentados en facturas mensuales, en concepto de cobranzas de las tasas de embarque de vuelos internacionales, pagaderos por los pasajeros a las compañías aéreas que realizan tales vuelos, las cuales actúan como agentes de percepción y depositan los cobros en la cuenta del AIR.

Las tasas aeroportuarias son los ingresos que tiene derecho a cobrar el AIR por el uso del aeropuerto o de los servicios de protección al vuelo. Las mismas son abonadas por los pasajeros en los billetes aéreos emitidos y percibidas por las empresas aéreas que son las encargadas de transferirlas al aeropuerto.

Estas tasas están reguladas por el Organismo Regulador del Sistema Nacional de Aeropuertos (ORSNA), el cual aprueba el Cuadro Tarifario a aplicarse en todos los aeropuertos que integran el Sistema Nacional de Aeropuertos (SNA) con el objeto de permitir recuperar los costos de operación y mantenimiento, inversiones y repago de deuda. Las tasas reguladas incluyen: tasa de embarque internacional (US\$ 49 en 2018), tasa de embarque cabotaje (\$ 74,33 en 2018), tasa de aterrizaje (para vuelos de cabotaje e internacionales), tasa de estacionamiento de aeronave y tasa de balizamiento.

Mensualmente el AIR, tomando en cuenta la información provista por las empresas aéreas sobre cada vuelo ("Manifiesto de Vuelo"), el cuadro tarifario vigente y la cantidad de pasajeros embarcados desde Rosario le entrega un remito para su control antes de emitir la factura que le permitirá el cobro de las tasas de embarque.

Las facturas se emiten dentro de los cinco días hábiles del mes siguiente de efectuados los vuelos y tienen fecha de vencimiento dentro de los treinta días siguientes de ser emitida. Los vuelos internacionales son facturados en dólares estadounidenses, y a los efectos de la conversión a pesos se utiliza el tipo de cambio vendedor del Banco de la Nación Argentina (BNA) del día hábil inmediato anterior al de su desembolso, de acuerdo al decreto 1910/2002 del Poder Ejecutivo Nacional. Una vez constatada la acreditación de la transferencia bancaria, o de recibido un cheque diferido (no mayor a 15 días), se emite el correspondiente recibo y la nota de débito o de crédito por la diferencia de cambio respecto de la cotización de referencia de la factura que se está cancelando.

Para el AIR el principal componente de los ingresos aeronáuticos es la tasa de embarque internacional, la que representa más del 80% de los ingresos totales.

**Desempeño de los activos:** FIX analizó el desempeño histórico de las tasas de embarque internacional que son los flujos a ser securitizados.

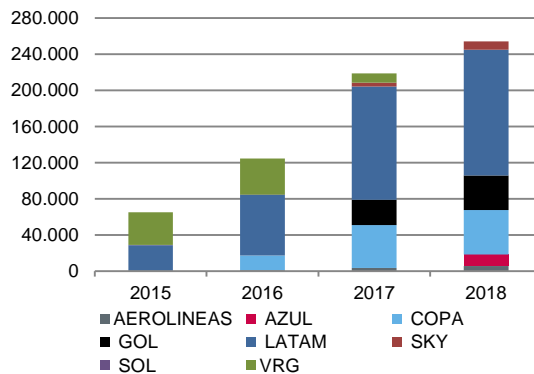
El AIR es el único aeropuerto internacional de la PSF y cuenta con una importante área de cobertura que abarca aproximadamente 3 millones de personas. En los últimos años el tráfico de pasajeros en el AIR experimentó un fuerte crecimiento, principalmente por la evolución de vuelos internacionales. El aeropuerto ofrece vuelos directos a las ciudades de San Pablo, Río de Janeiro, Lima, Panamá y Santiago de Chile. Entre 2015 y 2018 los pasajeros de vuelos internacionales crecieron un 291%, siendo el aeropuerto del país que más creció en este segmento.

En el año 2018 y producto de la crisis macroeconómica, hubo una disminución en la tasa de crecimiento del AIR y respecto de los pasajeros internacionales creció un 16,3% respecto al año anterior, aunque por encima del crecimiento de pasajeros a nivel país que fue del 7%.

Si bien se ha revertido la proporción de pasajeros internacionales respecto a los de cabotaje, que pasaron del 40% en 2015 al 59% en 2018, la calificadora espera un repunte en los próximos dos años de los pasajeros de cabotaje por la entrada de las aerolíneas low cost.

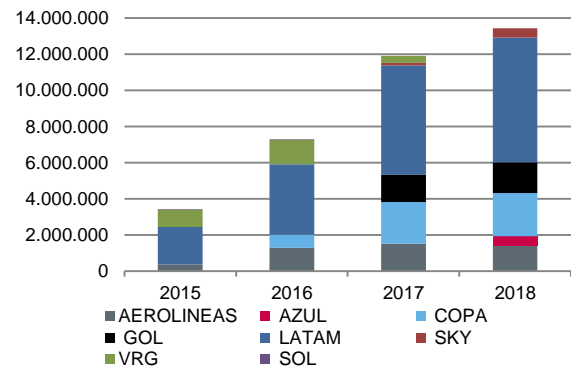
Cuando evaluamos la participación por línea aérea, Aerolíneas Argentinas tiene la mayor proporción de los vuelos de cabotaje. La entrada de otras low cost va a ir reduciendo su participación, aunque la misma seguirá siendo el principal jugador. Para los vuelos internacionales (ver Gráfico #2) el escenario es más competitivo, aunque LATAM Airlines es el jugador más importante, con más del 50% de los pasajeros transportados, otros jugadores son COPA Airlines, Gol Líneas Aéreas y Aerolíneas Argentinas.

**Gráfico #2**  
Evolución Pasajeros - Vuelos Internacionales



**Fuente:** Elaboración FIX sobre información de AIR

**Gráfico #3**  
Facturación US\$- Tasa Internacional



**Fuente:** Elaboración FIX sobre información de AIR

La evolución de estos ingresos depende tanto de la cantidad de pasajeros que hagan uso de vuelos internacionales como así también de la regulación de la tasa, que actualmente está fijada en US\$ 49 y se ha mantenido estable en dólares. Sin embargo, dado que la misma es una tasa regulada, puede modificarse a futuro teniendo en cuenta el marco de competencia y la incorporación de aerolíneas low cost en el país.

Asimismo, FIX evaluó las fechas de pago efectivo por parte de las empresas aéreas de las facturas y se observa que en promedio las mismas se cobran en un 13,5% en forma anticipada y en la fecha de vencimiento y un 79,6% durante los 30 días siguientes.

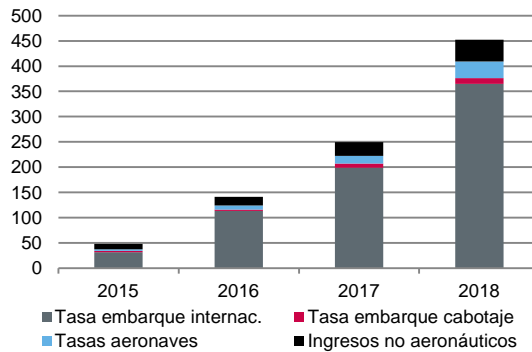
**Riesgo de contraparte:** el análisis implicó la evaluación crediticia del AIR, los deudores cedidos y el fiduciario como contrapartes de la transacción

**Fiduciante:** se analizó crediticiamente el AIR y su capacidad para seguir operando ante un escenario de estrés financiero. El AIR es un ente autárquico de la PSF. FIX considera existe un fuerte vínculo con la provincia, dado el rol estratégico tanto político como social y económico, siendo el único aeropuerto internacional de la misma y el principal centro de distribución de carga, operando 100% del comercio exterior realizado vía aérea. La PSF se encuentra calificada en AA(arg), Perspectiva Estable por FIX. En los últimos años el AIR fue el aeropuerto nacional que más creció en términos de pasajeros internacionales.

En la estructura de ingresos, el principal componente son los ingresos aeronáuticos y dentro de estos las tasas de embarque internacional, que han venido creciendo fuertemente en los últimos años, lo que hizo aumentar su participación en el total de ingresos, pasando del 66,2% en 2015 al 80,7%. Los ingresos no aeronáuticos incluyen canon cobrado al Duty Free y a la terminal de cargas, estacionamiento, combustible, servicios de rampa, publicidad en terminal y concesión de

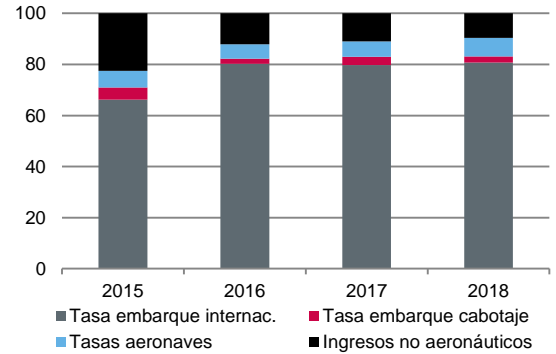
espacios comerciales. Estos servicios no están regulados y el AIR espera se incrementen en los próximos años por el aumento del tráfico esperado, el foco en desarrollo comercial e inversiones.

**Gráfico #4**  
**Fuente de Ingresos**  
(en millones de \$)



**Fuente:** Elaboración FIX sobre información de AIR

**Gráfico #5**  
**Participación de Ingresos**  
(en %)



**Fuente:** Elaboración FIX sobre información de AIR

La entidad cuenta con un importante plan de inversiones. En 2018 terminó la ampliación de la plataforma comercial, pasando de 3 posiciones de aeronaves a 8 y con capacidad para atender el crecimiento proyectado de pasajeros al año 2023. También se amplió el área de estacionamiento para 450 vehículos, la cual se espera seguir agrandando. Esta inversión demandó \$ 750 millones, de los cuales \$ 470 millones fueron aportados por la PSF. Si bien el AIR no ha tenido grandes necesidades de apoyo en los últimos años por parte de la provincia, es esperable que reciba apoyo del gobierno provincial en caso de ser necesario.

El nuevo plan de inversiones demandará unos US\$ 75 millones en los próximos 5 años, el cual incluye la construcción de un edificio para la nueva terminal internacional, con el fin de brindar mejores servicios a los pasajeros, incorporando mangas, más locales comerciales, mayor área de estacionamiento, obras relativas al sector externo y operativo. Al no estar concesionado el aeropuerto, el AIR no tiene plazos determinados de ejecución de las inversiones, por lo que FIX entiende este plan será flexible en función de la evolución del crecimiento de vuelos y de pasajeros y de las fuentes de financiamiento.

El AIR no ha tenido endeudamiento financiero en los últimos años, pero la estructura financiera planteada por el AIR para encarar el nuevo plan de inversiones, con un Fideicomiso Financiero por hasta USD 30 millones a emitirse en distintas etapas, podría implicar un nivel de apalancamiento para 2020 equivalente a 2x deuda/EBITDA, estimado por FIX.

La cobertura de intereses con EBITDA esperada para 2020 sería del orden de 5x. La cobertura del servicio de deuda durante 2021 suponiendo una cesión del 70% de los ingresos por tasas de embarque internacionales es muy ajustada, cercana a 1x. De continuar el plan de inversiones previsto, por cerca de US\$ 75 millones, FIX estima que para el 2022 el AIR necesitará financiamiento adicional.

**Deudores Cedidos:** FIX considera que el riesgo de las empresas aéreas, como deudores cedidos es consistente con la calificación de los VDF asignada. En los vuelos internacionales, la principal compañía que opera es LATAM Airlines con más del 50% de los pasajeros transportados y de las tasas de embarque facturadas. Le siguen en importancia COPA Airlines, GOL y Aerolíneas Argentinas. LATAM posee un modelo de negocios diversificado, posición importante en el mercado regional y liquidez adecuada, aunque un nivel de deuda ajustado con cierta volatilidad operativa relacionada con algunos mercados clave.

***Fiduciario:*** Rosfid, posee una amplia experiencia y un muy buen desempeño como fiduciario de diversos activos securitizados, aunque con mayor participación de fideicomisos de préstamos personales y prendarios.

## **Riesgo de Estructura**

Si bien las empresas aéreas serán notificadas de la cesión de los créditos futuros en concepto de cobranzas de las tasas de embarque de vuelos internacionales, las mismas seguirán depositando los fondos bajo estos conceptos en la cuenta FUCO (Fondo Unificado de Cuentas Oficiales) de titularidad de la PSF abierta en el Nuevo Banco de Santa Fe S.A. y el AIR dentro de las 72hs de percibidos transferirá a la cuenta fiduciaria el monto requerido por el fiduciario hasta el límite de afectación (70% de la recaudación mensual proyectada).

Mensualmente, el fiduciario deberá determinar el monto requerido a fin de cubrir los siguientes compromisos: (i) reposición del fondo de gastos, liquidez y cambiario, (ii) constitución o reposición de reserva, (iii) pago de los intereses y capital atrasados, (iv) pago de intereses del período, (v) un tercio del monto del servicio de capital a ser pagado en la siguiente fecha de pago de servicios.

El fiduciario en cada fecha de medición (quinto día hábil anterior al fin del período de recaudación) deberá constatar que en la cuenta fiduciaria no se hayan acreditado cobranzas por un monto inferior al 90% del monto requerido y en caso de verificarse tal situación deberá solicitarle al fiduciante que transfiera de los bienes fideicomitados cobrados, los montos necesarios para cubrir dicho monto.

De acuerdo a lo estipulado en los documentos, el fiduciante y el fiduciario conservan la facultad de designar, del conjunto de las empresas aéreas, a una o más de las mismas, para que depositen directamente las cobranzas en la cuenta fiduciaria. Sin embargo, FIX considera que este mecanismo no está automatizado en el Contrato del Fideicomiso ante el caso de verificarse un evento especial relacionado con el accionar del fiduciante o la evolución de los bienes fideicomitados, sólo se habilita la aplicación directa en el caso de que se decretara un embargo sobre la cuenta FUCO, o por una resolución administrativa o judicial deviniera imposible o dificultoso cumplir con el procedimiento de cobranza habitual.

Los VDF serán pagados exclusivamente con las cobranzas percibidas bajo los flujos securitizados durante el período de recaudación mensual y hasta su completa amortización en el vencimiento final. La calificación aplica a dicha fecha que es a los 180 días de la última fecha de pago de servicios estimada (Febrero 2024).

La moneda de pago bajo los VDF es en dólares y las facturas están denominadas en dólares pero son pagaderas en pesos por las empresas aéreas. El fiduciario está obligado, al día hábil siguiente de acreditadas las cobranzas en la cuenta fiduciaria en pesos, a adquirir dólares por hasta el monto equivalente a los pesos recibidos imputables al próximo pago de servicios (capital e intereses), y a la reposición de los fondos de liquidez y cambiario, en caso de corresponder. El calce de monedas no es perfecto debido a que las conversiones se realizan con la cotización en dos fechas distintas. En caso que en cualquier fecha de pago existieran restricciones o prohibiciones para acceder al mercado de cambios argentino para adquirir dólares, el fiduciario pagará todos los montos adeudados en pesos conforme el tipo de cambio vendedor BNA correspondiente al cuarto día hábil anterior a la fecha de pago de servicios correspondiente.

La estructura cuenta con un fondo de liquidez equivalente al próximo servicio de capital e interés, un fondo cambiario por el 2,5% del próximo servicio de capital e interés y un fondo de gastos. Todos estos fondos se integrarán con el producido de la colocación y luego deberán ser mantenidos en sus requisitos mínimos.

## Riesgo de Mercado

El impacto que un deterioro de las condiciones macroeconómicas tendría sobre la evolución del flujo de fondos futuros por la caída del número de personas embarcadas en vuelos internacionales o por la reducción de rutas operadas o el porcentaje de ocupación fue debidamente considerado y reflejado en los niveles de estrés aplicados.

También se consideró la baja de la tasa de embarque por cuestiones regulatorias lo que también podría reducir el flujo proyectado.

## Riesgo Legal

AIR y Rosfid están constituidos bajo las leyes de la República Argentina. Los VDF, objeto de la presente calificación, son obligaciones del fideicomiso financiero constituido a tal efecto.

El fiduciario y el fiduciante cuentan con plena capacidad legal para celebrar los actos a que refiere el presente fideicomiso. Respecto del fiduciante, teniendo especialmente en cuenta la autorización conferida por el gobernador de la PSF a través del decreto 720/19.

De acuerdo al artículo 1687 del Código Civil y Comercial de la Nación, los bienes fideicomitados constituyen un patrimonio separado del patrimonio del fiduciario, del fiduciante, de los beneficiarios y del fideicomisario, por lo cual dichos activos se encuentran exentos de la acción singular o colectiva de sus acreedores, excepto compromiso expreso de estos y/o fraude.

La cesión fiduciaria de los créditos será oponible a terceros a partir de (a) la publicación del decreto provincial 720/2019 en el Boletín Oficial de la PSF, y (b) de la notificación a cada una de las empresas aéreas. El fiduciante renuncia a todos los derechos que tiene y le corresponde respecto de los créditos fideicomitados colocando al fiduciario en el mismo lugar y grado de prelación en que se encuentra el respectivo fiduciante al momento de la presente cesión, por lo que el fiduciario sucede al fiduciante en todos los derechos, acciones, y accesorios bajo los créditos fideicomitados.

## Limitaciones

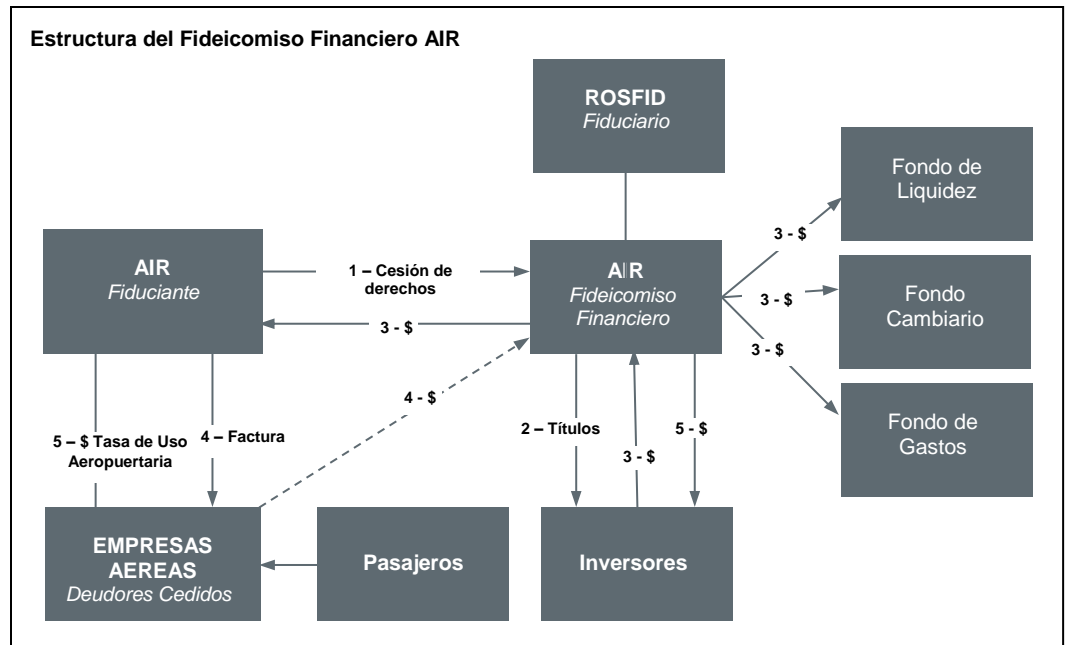
Para evitar dudas, en su análisis crediticio FIX se basa en opiniones legales y/o impositivas provistas por los asesores de la transacción. Como FIX siempre ha dejado claro, FIX no provee asesoramiento legal y/o impositivo ni confirma que las opiniones legales y/o impositivas o cualquier otro documento de la transacción o cualquier estructura de la transacción sean suficientes para cualquier propósito. La limitación de responsabilidad al final de este informe deja en claro que este informe no constituye una recomendación legal, impositiva y/o de estructuración de FIX y no debe ser usado ni interpretado como una recomendación legal, impositiva y/o de estructuración de FIX. Si los lectores de este informe necesitan consejo legal, impositivo y/o de estructuración, se les insta contactar asesores competentes en las jurisdicciones pertinentes.

## Descripción de la Estructura

El AIR, en calidad de fiduciante, cederá a Rosfid, en calidad de fiduciario, los derechos crediticios futuros, instrumentados en facturas mensuales, en concepto de cobranzas de las tasas de embarque de vuelos internacionales, pagaderos por los pasajeros a las compañías aéreas que realizan tales vuelos, las cuales actúan como agentes de percepción y depositan los cobros en la cuenta del AIR. La cesión será por hasta el monto suficiente para cumplir con las obligaciones de los VDF de cada tramo a emitir, no pudiéndose retener mensualmente más del 70% de la recaudación proyectada de los créditos cedidos para el período de recaudación.

En contrapartida, el fiduciario emitirá VDF Tramo I por hasta VN US\$ 8 millones (ampliable a US\$ 12 millones) dentro de un monto máximo total del Fideicomiso de US\$ 30 millones a





emitirse en futuros tramos que tendrán igual orden de prelación que el Tramo I. Los pagos al VDF se efectuarán de acuerdo a un cronograma teórico a 48 meses, con pagos de interés mensual y pagos de amortización trimestral. El vencimiento final de los VDF se producirá 180 días desde la última fecha de pago de servicios estimado (Febrero 2024).

Con el producido de la colocación se fundearán los siguientes fondos: (i) de liquidez equivalente al próximo servicio de capital e interés, (ii) cambiario equivalente al 2,5% del próximo servicio de capital e interés y (iii) de gastos.

### **Estructura financiera, mejoras crediticias y aplicación de fondos**

**Estructura financiera:** en contraprestación a la cesión de los créditos, el fiduciario emitirá un VDF Tramo I por hasta un valor nominal de US\$ 8.000.000 (ampliable a US\$ 12.000.000). El Tramo I otorga derecho al cobro de los siguientes servicios, una vez repuesto los fondos de gastos, liquidez cambiario y reservas, de corresponder: a) en concepto de interés, una tasa nominal anual fija a licitarse durante el período de colocación devengada durante el período de devengamiento, pagadero mensualmente, y b) en concepto de amortización, los importes trimestrales que se indican en el cuadro de pago de servicios del Suplemento del Fideicomiso, luego de deducir los intereses.

El vencimiento final del VDF se producirá a los 180 días de la última fecha de pago de servicios estimada (Febrero 2024). Los análisis de sensibilidad se realizaron asumiendo esta fecha como límite para el incumplimiento del instrumento.

### **Mejoras crediticias:**

**Niveles de cobertura:** los VDF cuentan con buenos ratios de cobertura mínima mensual respecto al flujo de fondos a cederse asumiendo un escenario base y estresado y un monto máximo de US\$ 12 millones (1,87x y 1,59x respectivamente). Al evaluar la cobertura global a la fecha de vencimiento final, los niveles de cobertura ascienden a 2,66x y 2,23x respectivamente.

**Fondo de liquidez:** será retenido de la colocación por un monto mínimo equivalente al próximo servicio de capital e interés pagadero a los VDF. Si la moneda de integración de los VDF fuese en pesos, el día hábil siguiente de acreditado el precio de la colocación, el fiduciario procederá a la adquisición de dólares, por hasta el monto equivalente al fondo de liquidez. Los fondos serán

aplicados por el fiduciario al pago de servicios cuando por cualquier causa no existan recursos suficientes para su pago en la cuenta fiduciaria. Luego de la integración inicial, en cualquier momento en que el importe acumulado en el fondo sea menor al monto mínimo antes indicado, el fiduciario incorporará el importe necesario para su reposición dentro de los montos requeridos.

Fondo cambiario: será retenido de la colocación por un monto mínimo equivalente al 2,5% del próximo servicio de capital e interés pagadero a los VDF. Será aplicado por el fiduciario al pago de servicios cuando, en razón de desfasajes en los tipos de cambio, al día hábil siguiente a la finalización del periodo de recaudación, no existan recursos suficientes en la cuenta fiduciaria para el pago de servicios. Luego de la integración inicial, en cualquier momento en que el importe acumulado en el fondo cambiario sea menor al monto mínimo antes indicado, el fiduciario incorporará el importe a reponer dentro de los montos requeridos.

Fondo de gastos: inicialmente por \$ 200.000 a ser retenidos de la colocación.

**Aplicación de fondos:** el fiduciario aplicará los recursos del Fideicomiso en el siguiente orden:

1. A la recomposición del fondo de gastos;
2. A la constitución de reservas, en caso de corresponder;
3. A la recomposición del fondo de liquidez;
4. A la recomposición del fondo cambiario, en su caso;
5. Al pago del interés atrasado de los VDF;
6. Al pago de amortización atrasada de los VDF;
7. Al pago del interés de los VDF;
8. Al pago de amortización de los VDF pagadera en esa fecha de pago de servicios;
9. A la inversión de los fondos líquidos disponibles, en su caso.
10. Luego de la fecha de vencimiento final, a la restitución del remanente al fiduciante, en calidad de fideicomisario.

## Antecedentes

**Fiduciante, administrador y agente de cobro:** El Aeropuerto Internacional de Rosario “Islas Malvinas” (AIR) constituye una persona pública estatal con autarquía, relacionado jerárquica y funcionalmente con el Poder Ejecutivo provincial a través del Ministerio de Infraestructura y Transporte. El Directorio está formado por un Presidente y dos Vocales, designados por el Poder Ejecutivo provincial (Ley Provincial N° 10.906/92). Ubicado a 13 km del centro de la ciudad de Rosario, es la principal terminal aérea de la provincia.

Tiene por objeto la explotación, desarrollo y administración del Aeropuerto Internacional Rosario, con arreglo a las políticas del gobierno de la PSF, procurando el mantenimiento y el mejoramiento de su estructura y servicios mediante la inversión racional de sus recursos, a través de una adecuada planificación.

Las principales instalaciones del AIR comprenden: una terminal de pasajeros, con una superficie de 10.787 m<sup>2</sup>, una pista de 3.000 m de longitud, calles de rodaje que comunican pista con sector de hangares, y una plataforma de estacionamiento de aeronaves.

**Fiduciario:** Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria S.A. Fue fundada en 1997 y su capital accionario está integrado en un 52,5% por el Mercado Argentino de Valores S.A., en un 42,5% por ROFEX S.A. y el 5% restante por la Bolsa de Comercio de Rosario. Desde septiembre de 2003, la Sociedad Fiduciaria está autorizada a participar en el mercado de capitales como fiduciario financiero, como así también en el asesoramiento de armado de estructuras de fideicomisos financieros.

## Anexo A. Dictamen de calificación

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO “afiliada de Fitch Ratings” - Reg. CNV N°9, reunido el 14 de junio de 2019, asignó la siguiente calificación preliminar a los Valores de Deuda Fiduciaria (VDF) Tramo I a ser emitidos por el Fideicomiso Financiero AIR según el siguiente detalle:

Títulos	Calificación Actual	Perspectiva Actual	Calificación Anterior	Perspectiva Anterior
VDF Tramo I por VN US\$ 8.000.000 ampliable hasta US\$ 12.000.000)	AAsf(arg)	Estable	N/A	N/A

**Categoría AAsf(arg):** “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.

**Fuentes de información:** La información resultó razonable y suficiente. Las presentes calificaciones se determinaron en base a la información cuantitativa y cualitativa de carácter privado suministrada por AIR a marzo de 2019.

Dicha información resulta adecuada y suficiente para fundamentar las calificaciones otorgadas.

**Determinación de las calificaciones:** Metodología de Calificación de Finanzas Estructuradas registrada ante Comisión Nacional de Valores (disponible en [www.fixscr.com](http://www.fixscr.com) o en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)).

**Notas:** las calificaciones aplican a los términos y condiciones de los títulos estipulados en el prospecto de emisión. Dado que no se ha producido aún la emisión, las calificaciones otorgadas se basan en la documentación e información presentada por el emisor y sus asesores, quedando sujetas a la recepción de la documentación definitiva al cierre de la operación. El presente informe de calificación debe leerse conjuntamente con el prospecto de emisión.

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

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR 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 S.A., Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS PARA 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 S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO 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.

**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 la calificación.**

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR S.A. se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR S.A. considera creíbles. FIX SCR 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 de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR 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 independientes 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 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 S.A. se basa en relación con una calificación será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR 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 afirmó 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 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 S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR S.A. y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente como ser riesgo de precio o de mercado, FIX SCR S.A. no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR S.A. estuvieron involucrados en, 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 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 S.A. FIX SCR S.A. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones 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 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 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. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD 1.000 y USD 200.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de cualquier jurisdicción, incluyendo, no de modo excluyente, las leyes del mercado de títulos y valores de Estados Unidos de América y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de FIX SCR S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.