

Infraestructura  
Uruguay  
Informe complementario

## Puerta del Sur S.A. (PDS)

### Calificación Nacional

	Calificación actual
ONs por hasta US\$ 87 millones	A(uy)

### Perspectiva

Estable

### Resumen Financiero

PUERTA DEL SUR S.A.

	31/3/10 año móvil	31/12/09
Total Activos (US\$ MM)	224.1	222.1
Total Deuda Financiera (US\$ MM)	109.4	107.7
Ingresos (US\$ MM)	116.5	108.8
EBITDA (US\$ MM)	23.2	21.3
EBITDA (%)	19.9	19.6
Deuda/ EBITDA	4.7	5.0
EBITDA/ intereses	4.1	2.9

### Analistas

Pagsi Jiménez  
+ 55 11 4504 2607  
[pagsi.jimenez@fitchratings.com](mailto:pagsi.jimenez@fitchratings.com)

Gabriela Catri  
+54 11 5235 8129  
[gabriela.catri@fitchratings.com](mailto:gabriela.catri@fitchratings.com)

### Informes Relacionados

#### CRITERIO APLICADO:

- Corporate Rating Methodology, Nov. 24, 2009. (1)
- Manual de Calificación registrado ante el BCU.

### Fundamentos de la calificación

- La calificación asignada refleja la fortaleza crediticia del emisor, cuyo contrato de concesión exclusivo para operar el Aeropuerto Internacional de Carrasco (AIC) por 20 años le otorga ingresos cautivos provenientes de las tasas que se cobran por los servicios aeronáuticos. La calificación contempla la importancia del activo, siendo la principal puerta de entrada aérea a Uruguay, y operado a través de un monopolio regulado. Asimismo, se considera positivamente la experiencia del grupo controlante en la administración de aeropuertos, y la importancia estratégica de PDS para el grupo.
- La clasificación refleja, además, cierta concentración de la base de ingresos en términos de aerolíneas, la dependencia en el desempeño económico de la región, principalmente Brasil y Argentina, y la ausencia de reservas de liquidez de la emisión, esto último mitigado por la restricción para la distribución de dividendos que permite retener cierto nivel de caja.

### Factores relevantes de la calificación

- Ingresos cautivos, monopolio regulado y fuertes márgenes de EBITDA.
- Los flujos provenientes de la emisión fueron transferidos a un fideicomiso de administración que irá liberando los fondos para la obra en función del cumplimiento de un cronograma físico-financiero. Luego, un fideicomiso de garantía cumple la función de control y manejo de los fondos pero no cubrirá el riesgo performance a lo largo de la concesión.

### Hechos recientes

A partir del ejercicio 2009, PDS adoptó cambios en sus normas contables que entre otros, no le permiten reconocer los activos de la concesión como propios. En cambio, PDS debe reconocer el derecho recibido a cambio de la construcción en infraestructura como un activo intangible.

Las ventas de la compañía en los últimos 12 meses a mar'10 reflejan el impacto de dicho cambio: al incorporar ingresos por obras por (y en contrapartida el costo de estas obras), las ventas alcanzaron US\$ 116.5 MM contra US\$ 37 MM al cierre de 2008. Por otra parte, la relación EBITDA a ventas se vio también afectada. De no reconocer los ingresos y costos por obras, los márgenes continuarían en línea con los históricos (aprox. 55%).

En términos del flujo de fondos, PDS continuó mostrando un Flujo Libre negativo a raíz de las fuertes inversiones destinadas a la nueva terminal. El mismo debería revertirse tras la finalización de la obra.

### Liquidez y estructura de capital

En octubre de 2009 PDS inauguró la nueva terminal, que entró en operaciones hacia fin de año. El monto total de la inversión en la nueva terminal ha sido de US\$ 165 MM, contra los US\$ 134.5 MM previstos, debido a la existencia de sobrecostos y a mejoras realizadas al proyecto original.

Para financiar esta diferencia PDS recurrió a nuevo endeudamiento bancario de largo plazo, en el orden de los US\$ 20 MM. A pesar de que esto implica un nivel de deuda por encima del estimado originalmente, se prevé que los indicadores crediticios continúen relativamente estables, dada la reciente suba en la tarifa internacional a US\$ 36 de US\$ 3, vigente desde el 15/4/2010. Se prevé que

crecimiento esperado en la generación de fondos compense el mayor apalancamiento.

A mar'10, la deuda financiera de PDS alcanzaba los US\$ 109.4 MM, con un 93% de la misma de largo plazo. La relación deuda/EBITDA se ubicaba en 4.7x.

Fitch prevé que PDS cubrirá adecuadamente sus servicios de deuda. A pesar de que en un escenario estresado, las coberturas después de inversiones podrían resultar cercanas a 1x (2012-2014), se estima que eventuales descalces podrían ser compensados por la posición de caja acumulada de PDS.

#### **Fortalezas**

- Contrato de concesión exclusivo para operar el principal aeropuerto de Uruguay. Ingresos cautivos. Si bien estos ingresos pueden verse afectados por una baja en pasajeros en una crisis, en el largo plazo tienden a estabilizarse.
- Experiencia del operador y del grupo en la administración de aeropuertos.
- Riesgos de tecnología y operatoria mitigados por la experiencia del grupo controlante.
- Negocio con fuertes márgenes de EBITDA.
- Riego de incobrabilidad moderado.
- Proyecciones estresadas muestran niveles de cobertura mín. razonables. La caja acumulada permitiría compensar posibles años de crisis.
- Fortaleza de la estructura propuesta, dada por los Fideicomisos de Garantía y Administración que controlan la correcta aplicación de los fondos.

#### **Debilidades**

- La generación de fondos depende de la existencia del contrato de concesión. El Ministerio de Defensa puede resolver la caducidad del contrato, ya sea por incumplimiento de PDS o por motivos ajenos. Si ocurriera este último caso, se deberá indemnizar a PDS. La indemnización será cedida al repago de la ON.
- La concesión finaliza en 2023, dejando sólo dos años desde la amortización de la ON. Sujeto a la aprobación del Poder Ejecutivo, existe la posibilidad de extender el contrato de concesión por 10 años.
- Fuerte dependencia de las economías de la región.
- Concentración de ingresos en términos de aerolíneas.
- El fideicomiso de garantía sólo retiene fondos cuando se dispara una cláusula de incumplimiento. Existen sin embargo, mecanismos de control que le permiten al Fiduciario verificar cualquier incumplimiento.

## Anexo I. Resumen financiero

### Resumen Financiero - Puerta del Sur S.A. (miles de USD\$, año fiscal finalizado en Diciembre)

Tipo de Cambio UYU/USD a final del Período	19,85	19,64	24,75	21,55	24,47	24,17
	<u>mar-10</u>	<u>2009</u>	<u>2008</u>	<u>2007</u>	<u>2006</u>	<u>2005</u>
<b>Rentabilidad</b>						
<b>EBITDA Operativo</b>	<b>23.233</b>	<b>21.366</b>	<b>19.196</b>	<b>17.779</b>	<b>15.302</b>	<b>8.935</b>
<b>Margen de EBITDA</b>	<b>19,9</b>	<b>19,6</b>	<b>51,7</b>	<b>59,9</b>	<b>57,5</b>	<b>40,9</b>
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	13,7	15,9	17,9	6,8	61,5	45,4
Margen del Flujo de Fondos Libre	(21,9)	(26,7)	(146,2)	(135,1)	13,9	(52,9)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	17,7	22,1	12,1	30,6	52,5	70,1
<b>Coberturas</b>						
FGO / Intereses Financieros Brutos	4,5	4,0	3,9	2,1	86,0	67,3
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	4,1	2,9	2,8	3,9	96,2	82,0
EBITDA / Servicio de Deuda	1,8	1,8	2,3	3,0	14,7	6,5
FGO / Cargos Fijos	4,5	4,0	3,9	2,1	86,0	67,3
FFL / Servicio de Deuda	(1,5)	(1,8)	(5,8)	(5,9)	3,7	(8,4)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(1,3)	(1,7)	(4,6)	(3,3)	7,0	(7,8)
FCO / Inversiones de Capital	0,6	0,5	0,3	0,3	1,9	0,5
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>						
Deuda Total Ajustada / FGO	4,3	3,6	3,3	9,2	0,1	0,3
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	4,7	5,0	4,5	4,9	0,1	0,3
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	4,6	5,0	4,0	4,0	(0,1)	0,2
Costo de Financiamiento Implícito (%)	5,7	7,6	7,8	10,3	8,4	9,1
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,1	0	0	0	0,6	0,5
<b>Balance</b>						
Total Activos	224.092	222.137	183.834	159.154	29.130	22.225
Caja e Inversiones Corrientes	3.438	1.099	9.475	15.830	3.468	755
Deuda Corto Plazo	7.408	4.461	1.412	1.413	882	1.260
Deuda Largo Plazo	102.044	103.268	85.665	85.744	500	1.125
<b>Deuda Total</b>	<b>109.452</b>	<b>107.729</b>	<b>87.077</b>	<b>87.157</b>	<b>1.382</b>	<b>2.385</b>
Deuda asimilable al Patrimonio						
<b>Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio</b>	<b>109.452</b>	<b>107.729</b>	<b>87.077</b>	<b>87.157</b>	<b>1.382</b>	<b>2.385</b>
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
<b>Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio</b>	<b>109.452</b>	<b>107.729</b>	<b>87.077</b>	<b>87.157</b>	<b>1.382</b>	<b>2.385</b>
<b>Total Patrimonio</b>	<b>77.971</b>	<b>77.928</b>	<b>60.020</b>	<b>53.176</b>	<b>20.846</b>	<b>13.762</b>
<b>Total Capital Ajustado</b>	<b>187.423</b>	<b>185.657</b>	<b>147.097</b>	<b>140.333</b>	<b>22.228</b>	<b>16.147</b>
<b>Flujo de Caja</b>						
<b>Flujo generado por las Operaciones (FGO)</b>	<b>19.988</b>	<b>22.203</b>	<b>19.495</b>	<b>4.943</b>	<b>13.512</b>	<b>7.228</b>
Variación del Capital de Trabajo	15.396	7.280	8.996	11.689	(1.303)	(607)
<b>Flujo de Caja Operativo (FCO)</b>	<b>35.384</b>	<b>29.483</b>	<b>28.491</b>	<b>16.632</b>	<b>12.209</b>	<b>6.621</b>
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(60.946)	(58.511)	(82.723)	(56.727)	(6.497)	(12.841)
Dividendos	0	0	0	0	(2.000)	(5.350)
<b>Flujo de Fondos Libre (FFL)</b>	<b>(25.562)</b>	<b>(29.028)</b>	<b>(54.232)</b>	<b>(40.095)</b>	<b>3.712</b>	<b>(11.570)</b>
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	0	36
Otras Inversiones, Neto	2.190	0	0	0	5	0
Variación Neta de Deuda	20.660	20.652	52.834	26.500	(1.004)	2.385
Variación Neta del Capital	0	0	0	21.000	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0	0
<b>Variación de Caja</b>	<b>(2.712)</b>	<b>(8.376)</b>	<b>(1.398)</b>	<b>7.405</b>	<b>2.713</b>	<b>(9.149)</b>
<b>Estado de Resultados</b>						
<b>Ventas Netas</b>	<b>116.563</b>	<b>108.885</b>	<b>37.098</b>	<b>29.685</b>	<b>26.629</b>	<b>21.860</b>
Variación de Ventas (%)	196	194	25	11,5	21,8	
<b>EBIT Operativo</b>	<b>16.454</b>	<b>17.897</b>	<b>17.094</b>	<b>15.309</b>	<b>12.955</b>	<b>7.428</b>
Intereses Financieros Brutos	5.650	7.356	6.763	4.572	159	109
<b>Resultado Neto</b>	<b>12.477</b>	<b>15.250</b>	<b>6.843</b>	<b>11.331</b>	<b>9.084</b>	<b>4.825</b>

## Anexo II. Glosario

- (1) Corporate Rating Methodology: Metodología de Calificación de Empresas; disponible en [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com)
- 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: US\$ 87 MM.
- Precio: 99%
- Tasa de Interés: 7.75% tasa efectiva anual.
- Plazo: 14.5 años.
- Amortización: semestral (marzo y septiembre). El capital comienza 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.
- *Convenants*
  1. Cobertura de servicio de deuda (EBITDA/[capital+intereses]) de 1.5x para los años 2006-2011 / 2015-2021; 1.2x para 2012-2014.
  2. Ratio de endeudamiento (pasivos/ [patrimonio + préstamos subordinados otorgados por el grupo]) menor a 3x.
  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

Fitch Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.

El Consejo de Calificación de Fitch Uruguay Calificadora de Riesgo S.A. reunido el 27 de julio de 2010 confirmó en la Categoría A(uy) las Obligaciones Negociables por hasta US\$ 87 millones de Puerta del Sur S.A.

La Perspectiva es Estable.

**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)".*

La Perspectiva de una calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de un período de uno a 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 administración y calidad de los accionistas.

### Fuentes

- Balances generales hasta el 31/3/2010.
- Auditor externo a la fecha del último balance: Price Waterhouse Coopers.
- Información de gestión y estimaciones propias suministrada por la compañía.
- Diversas publicaciones y notas relacionadas al sector.
- Prospecto de emisión de las ONs.

---

Todas las calificaciones crediticias de Fitch Ratings están sujetas a ciertas limitaciones y restricciones de responsabilidad. Por favor lea estas limitaciones y restricciones de responsabilidad en el siguiente enlace: <http://www.fitchratings.com/understandingcreditratings>. Adicionalmente, las definiciones de las calificaciones y los términos del uso de dichas calificaciones se encuentran disponibles en el sitio web público de la calificadora en [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com). Las calificaciones, criterios y metodologías publicadas están disponibles en este sitio web en todo momento. El código de conducta, confidencialidad, conflicto de intereses, control de comunicaciones entre afiliadas, cumplimiento de las normas y otras políticas y procedimientos relevantes también se encuentran disponibles desde la sección del código de conducta de este sitio web.

Copyright © 2010 de Fitch, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. One State Street Plaza, NY, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. Se prohíbe la reproducción total o parcial excepto con consentimiento. Derechos reservados. Toda información contenida en el presente informe se basa en información obtenida de los emisores, otros obligacionistas, underwriters, u otras fuentes que Fitch considera confiables. Fitch no audita ni verifica la veracidad o exactitud de tal información. En consecuencia, la información volcada en este informe se provee como fue recibida, sin representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión de la calidad crediticia de un título. La calificación no releva el riesgo de pérdidas generadas por otros riesgos que no sean crediticios, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Un informe que contenga una calificación de Fitch 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 con relación a la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento y por cualquier razón a discreción de Fitch. Fitch no otorga asesoramiento respecto de inversiones de ningún tipo. Las calificaciones no son una recomendación de compra, venta o tenencia de ningún título. Fitch recibe honorarios de los emisores, aseguradores, garantes, otros obligacionistas y underwriters, por la calificación de los títulos. Dichos honorarios generalmente varían desde US\$ 1.000 hasta US\$ 750.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular por un sólo honorario anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre US\$ 10.000 y US\$ 1.500.000 (u otras monedas aplicables). El otorgamiento, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en relación con ningún tipo de registración ante las autoridades del mercado de valores de los Estados Unidos, el Financial Services Act de 1968 de Gran Bretaña, o las leyes que regulan el mercado de valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de los medios electrónicos de publicación y distribución, los informes de Fitch pueden estar disponibles a suscriptores electrónicos hasta tres días antes que para los suscriptores de información impresa.

---