

Infraestructura
Uruguay
Informe integral

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.

	31/12/09	31/12/08
Total Activos (US\$ MM)	222.1	183.8
Total Deuda Financiera (US\$ MM)	107.7	87.1
Ingresos (US\$ MM)	108.8	37.1
EBITDA (US\$ MM)	21.3	19.2
EBITDA (%)	19.6	51.7
Deuda/ EBITDA	5.0	4.5
EBITDA/ intereses	2.9	2.8

Analistas

Gabriela Catri
+54 11 5235 8129
gabriela.catri@fitchratings.com

Cecilia Minguillón
+54 11 5235 8123
cecilia.minguillon@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 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.
- 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 sobre-costos 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, que pasará a US\$ 36 de US\$ 31. Se prevé que crecimiento esperado en la generación de fondos compense el mayor apalancamiento.

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 reflejan el impacto de dicho cambio: al incorporar ingresos por obras por \$ 74 MM (y en contrapartida el costo de estas obras), las ventas alcanzaron US\$ 108.8 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. 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

A dic'09, la deuda financiera de PDS alcanzaba los US\$ 107.7 MM, con un 96% de la misma de largo plazo. La relación deuda/EBITDA se ubicaba en 5x.

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.
- Proyecto viable: zona de construcción apta y de fácil acceso por las vías terrestres existentes, y 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.
- 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.

Perfil del negocio

PDS posee la concesión del Aeropuerto Internacional de Carrasco (AIC) por un período de 20 años (hasta 2023). El plazo se podrá extender por 10 años adicionales por solicitud de la compañía y quedará sujeto a la aprobación del Poder Ejecutivo. Las actividades de PDS se encuentran regidas por el Contrato de Gestión Integral otorgado por el Gobierno uruguayo, a través del Ministerio de Defensa (Dirección Nacional de Infraestructura Aeronáutica - DINACIA).

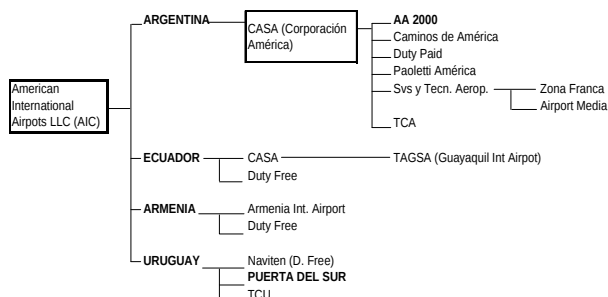
Los ingresos de PDS se establecen de acuerdo a dos categorías:

1. Servicios aeronáuticos (56% de las ventas'09 sin contar ingresos por obras - ingresos regulados): incluye las tasas de aterrizaje, las tasas de estacionamiento de aeronaves y las tasas de uso de la aeroestación. Los precios correspondientes a estos conceptos, así como los de carga, se encuentran establecidos en el contrato de concesión, y podrán ser ajustados teniendo en cuenta la variación del IPC y del CPI (último ajuste abr'10 a US\$ 36 pasajeros internacionales). Los precios por servicios no comprendidos en el contrato son propuestos por la compañía y están sujetos a aprobación.
2. Servicios comerciales (44%): incluye entre otros, 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 y la concesión de espacios comerciales. Estos servicios no están delineados en la concesión, razón por la cual los precios son establecidos libremente por PDS. Desde la entrada en operación de la nueva terminal este segmento ha experimentado un fuerte crecimiento. En los meses de enero y febrero, los ingresos comerciales mostraron una suba del 33% contra el período comparable, impulsada entre otros por cargas (+15%), Duty Free (+ 48%) y parking (+68%).

Estructura societaria

Puerta del Sur pertenece a American International Airports LLC (AIA), una compañía con base en Nueva York cuyo principal accionista es el Sr. Eduardo Eurnekian. AIA es operador de 33 aeropuertos en Argentina, el aeropuerto de Punta del Este (Uruguay), el aeropuerto internacional de Armenia y el

aeropuerto internacional de Guayaquil (Ecuador).



Contrato de concesión

PDS es una sociedad abierta con acciones nominativas constituida por la Corporación Nacional para el Desarrollo (CND). La totalidad de las acciones de PDS fue subastada en 2003, con una base de US\$ 15 MM. El grupo AIA ganó la licitación tras abonar US\$ 34 MM, de los cuales US\$ 10 MM fueron integrados al patrimonio de la compañía y US\$ 24 MM se pagaron al Gobierno. Otros tres grupos de la región (dos uruguayos, uno mexicano) participaron de la licitación.

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.

El precio anual que la compañía debe pagar al Gobierno como contraprestación se determina en función de la mayor de estas dos cantidades: US\$ 3.63 MM o la suma de multiplicar cada unidad de trabajo (definida como 1 pasajero o 100 kilos de carga o correo) por US\$ 3.34. Estos montos pueden ser ajustados durante la concesión, de acuerdo con una fórmula económica establecida en el contrato (último ajuste: 19/10/2009).

Términos y condiciones del Contrato de Gestión Integral

1. PDS debe gestionar el AIC contratando a un Operador Aeroportuario que acredite experiencia en la gestión de aeropuertos y sólida capacidad económica. El operador es la SEA, con el cual el Grupo AIA se encuentra asociado en otros emprendimientos. PDS le abona un *management fee* anual equivalente al mayor entre el 2.5% de los ingresos aeronáuticos y US\$ 300.000.
2. PDS debe constituir garantías a favor del Ministerio de Defensa: (i) contratación del operador aeroportuario por US\$ 3 MM -reintegrada-; (ii) integración de capital por US\$ 1 MM -reintegrada-; (iii) realización de las inversiones establecidas en el contrato, vigente US\$ 1.5 MM -a restituirse de acuerdo con un cronograma de obras-, y (iv) cumplimiento de contrato, vigente US\$ 6 MM -a restituirse a los seis meses de finalizada la concesión-.
3. PDS debe contratar un seguro de responsabilidad civil a nombre de la compañía y del Ministerio de Defensa, para cubrir los riesgos hasta la finalización del contrato. El monto asegurado es de US\$ 250 MM.

Obligaciones asumidas por PDS

Es obligación de PDS tomar las medidas necesarias para administrar, operar, explotar, construir y mantener el AIC. La compañía deberá, durante la vigencia del contrato: (i) destinar los bienes, instalaciones y recursos a los fines del Contrato de Gestión Integral; (ii) realizar inversiones de construcción de obras nuevas, reparación, ampliación, conservación y mantenimiento, y aquellas necesarias para permitir atender el crecimiento del tráfico aéreo de pasajeros y

carga; (iii) pagar el canon bajo los términos y condiciones establecidos; (iv) mantener las garantías y seguros vigentes; (v) conservar los bienes recibidos del Estado; (vi) mantener el aeropuerto operativo en forma ininterrumpida, y (viii) cumplir con las medidas de seguridad requeridas por la autoridad aeronáutica.

También, es responsabilidad de PDS realizar todo lo necesario para que el aeropuerto se encuentre como mínimo: (1) en la categoría I instrumental, (2) en estado de pista categoría 4E, (3) en protección contra incendios categoría 9, y (4) como mínimo categoría C de IATA.

Cláusulas de terminación

El contrato se extinguirá por las siguientes causas:

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.

Operaciones

Durante el ejercicio 2009, el aeropuerto tuvo una demanda de 1.3 MM de pasajeros, lo cual muestra una suba del 7% contra el ejercicio anterior. Sin tener en cuenta el impacto del crecimiento de los pasajeros en tránsito, el crecimiento total fue del 3%, a 1.2 MM.

Del total de pasajeros, 45.8% correspondieron a ingresos, 45.8% a egresos y 8.4% a tránsitos. Asimismo, 85.6% de los pasajeros totales fueron internacionales y 14.4% de puente aéreo. Esta relación se mantuvo estable respecto de 2008.

Análisis de aerolíneas

El mercado aeronáutico uruguayo se ha reacomodado durante los últimos dos años, con la entrada de nuevas aerolíneas, como Gol, LAN, American, Iberia, Copa y TACA.

-Puente aéreo: en el puente aéreo Montevideo-Buenos Aires operan Pluna y Aerolíneas Argentinas. La línea de bandera uruguaya cambió en 2007 su composición accionaria, al ser adquirida en un 75% por el consorcio Leadgate, y en un 25% por el Estado. La compañía agregó 10 aviones más a su flota y realiza viajes de puente aéreo e internacionales.

-Vuelos extra-zona: Iberia estableció vuelos directos con una frecuencia de tres veces por semana a Madrid, y American Airlines tiene un vuelo directo a Miami. La panameña Copa opera en la ruta Montevideo-Panamá, que luego conecta con América Central, el Caribe y EEUU.

- Tránsitos: en el ejercicio 2009 los pasajeros en tránsito crecieron aprox. 100% contra 2008, como parte de la estrategia de Pluna de convertir al aeropuerto en un *hub* para sus vuelos.

Nueva terminal

La nueva terminal cuenta con una superficie cercana a los 45.000m², distribuida en cinco plantas, con cuatro mangas telescópicas, ocho puertas de embarque internacional y 44 posiciones de *check in*. Estas especificaciones superan al estándar establecido en el contrato de concesión, por el cual todos los

subsistemas y áreas operativas del aeropuerto deberán cumplir con niveles de servicio "C" de IATA, equivalente a un tráfico de referencia de 1.300.000 pasajeros anuales, con lo que bastaría una superficie de 15.200m².

Fitch estima que al aumentar la capacidad de tránsito, las puertas internacionales y las condiciones generales del aeropuerto, se deberían generar condiciones para que las aerolíneas aumenten la frecuencia de sus vuelos. Por otra parte, el impacto positivo también se reflejaría en los ingresos comerciales derivados de la ampliación de m² rentables, los espacios para publicidad, la capacidad de carga y los alquileres que se les cobra a los locales comerciales.

Patrocinador

El patrocinador del proyecto es el grupo controlante, AIA. Si bien no existe ningún tipo de garantía otorgada a favor de PDS, Fitch considera positivamente la probada experiencia del grupo. En términos del compromiso del sponsor para con el proyecto, se observa que, a la fecha, éste lleva invertidos más de US\$ 50 MM en PDS (US\$ 34 MM en la entrada, US\$ 21 MM recientemente capitalizados), y que financiará más del 20% de la nueva terminal.

Perfil financiero

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 reflejan el impacto de dicho cambio: al incorporar ingresos por obras por US\$ 74 MM (y en contrapartida el costo de estas obras), las ventas alcanzaron US\$ 108.8 MM contra US\$ 37 MM al cierre de 2008. Al descontar el efecto de los ingresos por obras, tanto los ingresos aeronáuticos como los comerciales se mantuvieron estables contra el período comparable anterior.

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 (estimado en 55%). PDS generó EBITDA por US\$ 21.3 MM, lo cual compara positivamente contra los US\$ 19.1 MM de 2008.

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.

A dic'09, la deuda financiera de PDS alcanzaba los US\$ 107.7 MM, con un 96% de la misma de largo plazo. La relación deuda/EBITDA se ubicaba en 5x.

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.

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

Anexo II. Glosario

- (1) Corporate Rating Methodology: Metodología de Calificación de Empresas; disponible en 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 29 de abril 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 31/12/2009.
- 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 calificadoradora en 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.