

Infraestructura  
Uruguay  
Informe complementario (PDS)

**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.	30/6/08 año móvil	31/12/07
Total Activos (US\$ MM)	168.6	159.1
Total Deuda Financiera (US\$ MM)	87.1	87.1
Ingresos (US\$ MM)	32.5	29.7
EBITDA (US\$ MM)	17.8	17.8
EBITDA (%)	54.7	59.9
Deuda/ EBITDA	4.9	4.9
EBITDA/ intereses	2.6	3.9

**Analistas**

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

Cecilia Minguillón  
+54 11 5235 8123  
cecilia.minguillon@fitchratings.com

**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, en un negocio caracterizado por fuertes márgenes de EBITDA (55% a jun'08).
- La calificación contempla la importancia del activo que opera la compañía, a través de un monopolio regulado. Asimismo, se ha considerado positivamente la experiencia del grupo controlante en la administración de aeropuertos, y la importancia estratégica de PDS para el grupo.
- La capacidad de generación de fondos de PDS se encuentra atada a la existencia del Contrato de Gestión Integral, lo que implica la presencia de cierto riesgo regulatorio.
- Las ONs destinadas a financiar la construcción de la nueva terminal de pasajeros, que está estipulada en el contrato de concesión. La inversión total demandaría US\$ 134.5 MM, de los cuales el 65% se financiarían con la emisión y el remanente con generación propia (US\$ 26.5 MM), y aporte de capital (US\$ 21 MM, realizado entre ene/mar'07). La obra, que comenzó en nov'06, tiene fecha de finalización prevista para abr'09. A la fecha, se estima que el costo total de la obra se ubicará en torno a los US\$ 150 MM (debido a costos crecientes). La diferencia podría ser financiada con generación de fondos propia, aunque no se descarta que se tome deuda de corto plazo para financiar ajustes transitorios.

**Factores relevantes de la calificación**

- Ingresos cautivos, monopolio regulado y fuertes márgenes de EBITDA.
- PDS asume la volatilidad en los precios de los materiales de construcción y del equipamiento de la obra.
- 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**

Durante el año móvil a jun'08 se observa un crecimiento del 9.7% en los ingresos contra el ejercicio cerrado en dic'07. El EBITDA, por su parte, se mantuvo estable en relación al ejercicio 2007, al reducirse la relación EBITDA/ ventas al 54.7% del 59.9% (en 2007 influenciado por una desafectación de provisiones).

**Liquidez y estructura de capital**

A jun'08, la deuda financiera de PDS alcanzaba los US\$ 87.1 MM, con un 98% de la misma de largo plazo. La relación deuda/EBITDA se ubicaba en 4.9x. Fitch prevé que PDS cubrirá adecuadamente sus servicios de deuda. A pesar de que en un escenario estresado (asumiendo una caída en el flujo de pasajeros que replica la crisis de 2001-2002) los años que suponen inversiones adicionales podrían arrojar coberturas inferiores a 1x (2012-2015), se estima que eventuales descalces podrían ser compensados por la posición de caja acumulada de PDS, manteniendo las coberturas en niveles acordes con la calificación asignada.

## 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	19,49	21,55	24,47	24,17	29,70
año movil					
	<u>Jun-08</u>	<u>2007</u>	<u>2006</u>	<u>2005</u>	<u>Jun-04</u>
<b>Rentabilidad</b>					
<b>EBITDA Operativo</b>	<b>17.817</b>	<b>17.779</b>	<b>15.302</b>	<b>8.935</b>	<b>4.815</b>
<b>Margen de EBITDA</b>	<b>54,7</b>	<b>59,9</b>	<b>57,5</b>	<b>40,9</b>	<b>50,4</b>
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	97,6	6,8	61,5	45,4	35,0
Margen del Flujo de Fondos Libre	250,0	(135,1)	13,9	(52,9)	5,9
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	22,6	30,6	52,5	70,1	43,3
<b>Coberturas</b>					
FGO / Intereses Financieros Brutos	21,1	2,1	86,0	67,3	241,4
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	2,6	3,9	96,2	82,0	267,5
EBITDA / Servicio de Deuda	2,2	3,0	14,7	6,5	14,8
FGO / Cargos Fijos	21,1	2,1	86,0	67,3	241,4
FFL / Servicio de Deuda	10,7	(5,9)	3,7	(8,4)	1,8
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	12,0	(3,3)	7,0	(7,8)	32,7
FCO / Inversiones de Capital	2,2	0,3	1,9	0,5	1,2
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>					
Deuda Total Ajustada / FGO	0,6	9,2	0,1	0,3	0,1
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	4,9	4,9	0,1	0,3	0,1
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	4,3	4,0	(0,1)	0,2	(2,0)
Costo de Financiamiento Implícito (%)	7,8	10,3	8,4	9,1	11,7
Deuda Garantizada / Deuda Total					
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0	0	0,6	0,5	1,0
<b>Balance</b>					
Total Activos	168.618	159.154	29.130	22.225	16.631
Caja e Inversiones Corrientes	10.706	15.830	3.468	755	10.051
Deuda Corto Plazo	1.413	1.413	882	1.260	307
Deuda Largo Plazo	85.706	85.744	500	1.125	
<b>Deuda Total</b>	<b>87.119</b>	<b>87.157</b>	<b>1.382</b>	<b>2.385</b>	<b>307</b>
Deuda asimilable al Patrimonio					
<b>Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio</b>	<b>87.119</b>	<b>87.157</b>	<b>1.382</b>	<b>2.385</b>	<b>307</b>
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
<b>Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio</b>	<b>87.119</b>	<b>87.157</b>	<b>1.382</b>	<b>2.385</b>	<b>307</b>
<b>Total Patrimonio</b>	<b>60.558</b>	<b>53.176</b>	<b>20.846</b>	<b>13.762</b>	<b>12.119</b>
<b>Total Capital Ajustado</b>	<b>147.677</b>	<b>140.333</b>	<b>22.228</b>	<b>16.147</b>	<b>12.426</b>
<b>Flujo de Caja</b>					
<b>Flujo generado por las Operaciones (FGO)</b>	<b>137.314</b>	<b>4.943</b>	<b>13.512</b>	<b>7.228</b>	<b>4.327</b>
Variación del Capital de Trabajo	9.860	11.689	(1.303)	(607)	(1.026)
<b>Flujo de Caja Operativo (FCO)</b>	<b>147.174</b>	<b>16.632</b>	<b>12.209</b>	<b>6.621</b>	<b>3.301</b>
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(65.743)	(56.727)	(6.497)	(12.841)	(2.741)
Dividendos	0	0	(2.000)	(5.350)	0
<b>Flujo de Fondos Libre (FFL)</b>	<b>81.431</b>	<b>(40.095)</b>	<b>3.712</b>	<b>(11.570)</b>	<b>560</b>
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	36	0
Otras Inversiones, Neto	(20.699)	0	5	0	(9.675)
Variación Neta de Deuda	(61.160)	26.500	(1.004)	2.385	0
Variación Neta del Capital	0	21.000	0	0	9.487
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0
<b>Variación de Caja</b>	<b>(428)</b>	<b>7.405</b>	<b>2.713</b>	<b>(9.149)</b>	<b>372</b>
<b>Estado de Resultados</b>					
<b>Ventas Netas</b>	<b>32.572</b>	<b>29.685</b>	<b>26.629</b>	<b>21.860</b>	<b>9.545</b>
Variación de Ventas (%)	15,2	11,5	21,8		
<b>EBIT Operativo</b>	<b>15.614</b>	<b>15.309</b>	<b>12.955</b>	<b>7.428</b>	<b>4.799</b>
Intereses Financieros Brutos	6.829	4.572	159	109	18
<b>Resultado Neto</b>	<b>12.278</b>	<b>11.331</b>	<b>9.084</b>	<b>4.825</b>	<b>2.626</b>

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 II. 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 1.5x, salvo que el agente fiduciario informe de algún incumplimiento.

### **Anexo III. 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 noviembre de 2008, 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.

El presente informe resumido es complementario al informe integral de fecha 27 de abril de 2008, y contempla los principales cambios acontecidos en el período bajo análisis. Las siguientes secciones no se incluyen por no haber sufrido cambios significativos desde el último informe integral: Perfil del Negocio, Factores de Riesgo. Asimismo, los factores analizados bajo Perfil Financiero están resumidos bajo el título Liquidez y Estructura de Capital.

#### **Fuente**

- Balances generales hasta el 30/6/08.
- 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.

---

Copyright © 2008 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 disseminación 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.

---