

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.

31/12/08 31/12/07

Total Activos (US\$ MM)	183.8	159.1
Total Deuda Financiera (US\$ MM)	87.1	87.1
Ingresos (US\$ MM)	37.1	29.7
EBITDA (US\$ MM)	19.2	17.8
EBITDA (%)	51.7	59.9
Deuda/ EBITDA	4.5	4.9
EBITDA/ intereses	2.8	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 (51% a dic'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.
- Los fondos provenientes de la emisión se destinaron a la construcción de la nueva terminal del aeropuerto, de acuerdo a lo establecido en el Contrato de Gestión Integral. A la fecha, el monto total de la obra ha sido revisado a US\$ 165 MM (de US\$ 134.5 MM), debido a la existencia de sobre-costos y a mejoras realizadas al proyecto original. Para financiar esta diferencia, PDS planea recurrir a nuevo endeudamiento bancario de largo plazo, en el orden de los US\$ 20/22 MM. A pesar de que esto implica un nivel de deuda por encima del estimado originalmente por Fitch, se prevé que los indicadores crediticios continuarán siendo consistentes con la calificación asignada. En efecto, la inauguración de la nueva terminal traerá aparejado un nuevo crecimiento en tarifas, que no había sido inicialmente previsto, por lo que el apalancamiento debería verse parcialmente compensado por una mayor generación de fondos. Hacia delante, sin embargo, Fitch monitoreará la evolución de la deuda de PDS. La toma de nueva deuda podría comprometer la calidad crediticia de la compañía en la medida en que cambie significativamente su relación de capitalización o no se vea acompañada de crecimiento en la generación de fondos.
- La inauguración de la nueva terminal estaba en principio estimada para abr'09. En mar'09, PDS recibió la autorización de la Unidad de Control de Gestión Integral de Aeropuertos y Concesiones Aeroportuarias para extender este plazo a ago'09, de acuerdo al cronograma propuesto por la compañía. Si bien el retraso en la inauguración implica una postergación en el mayor flujo operativo estimado con la puesta en marcha de la nueva terminal, Fitch entiende que este retraso es manejable, si se considera que: (i) la inauguración de la nueva terminal no es condición para que PDS genere fondos; (ii) el principal riesgo del atraso se relaciona con el cumplimiento del contrato de concesión -PDS ha recibido la debida autorización para la prórroga; (iii) el nuevo cronograma propuesto corresponde con las estimaciones de las asesorías de arquitectura e ingeniería de la Unidad de Control, y (iv) las ONs comienzan a amortizar en 2011.

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.

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.
- Costos proyectados / Riesgo de retraso. La expansión requerirá una inversión de gran envergadura. Los sobrecostos son aproximadamente 20% superiores a la estimación inicial, lo cual derivará en un incremento en el apalancamiento.
- 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.

Hechos recientes

Los ingresos de PDS a diciembre de 2008 muestran una suba interanual del 25% a US\$ 37 MM. Dicha suba se explica tanto por la positiva evolución de los ingresos regulados (suba de pasajeros del 10% y entrada en vigencia de las nuevas tarifas aprobadas en dic'07) como de los comerciales. El EBITDA, por su parte, creció en un 8% a US\$ 19 MM, al reducirse la relación EBITDA/ventas al 51.7% del 59.9% (impacto de mayores costos por la apreciación del tipo de cambio).

Liquidez y estructura de capital

A dic'08, la deuda financiera de PDS alcanzaba los US\$ 87 MM, con un 98% de la misma de largo plazo. La relación deuda/EBITDA se ubicaba en 4.9x.

La compañía planea tomar financiamiento bancario adicional en el orden de los US\$ 20/22 MM, con lo que se prevé que la relación deuda/EBITDA se ubique entre 5.5/6x. El esquema de amortización de este nuevo endeudamiento comprenderá amortizaciones anuales en el término de 5/6 años.

Fitch prevé que PDS cubrirá adecuadamente sus servicios de deuda. A pesar de que en un escenario estresado y considerando el nuevo apalancamiento, 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.

Perfil del negocio

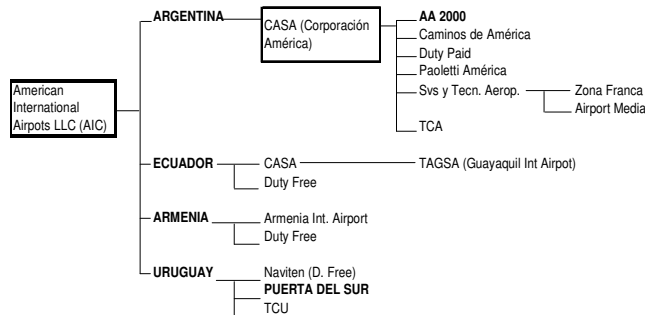
PDS posee la concesión del Aeropuerto Internacional de Carrasco (AIC) por un período de 20 años (hasta 2023). El plazo se podrá extender por 10 años adicionales por solicitud de la compañía y quedará sujeto a la aprobación del Poder Ejecutivo. Las actividades de PDS se encuentran regidas por el Contrato 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 (52% de las ventas'08 - 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 dic'07 a US\$ 31 pasajeros internacionales, US\$ 17 puente aéreo). Los precios por servicios no comprendidos en el contrato son propuestos por la compañía y están sujetos a aprobación.
2. Servicios comerciales (48%): 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.

Estructura societaria

Puerta del Sur pertenece a American Internacional 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 (2008, Uruguay), el aeropuerto internacional de Armenia y el aeropuerto internacional de Guayaquil (Ecuador).



La estrategia AIA para los años venideros es expandir su presencia en Latinoamérica. Por este motivo se entiende que, tanto el proyecto del Aeropuerto de Carrasco como las obras realizadas en Argentina, Armenia y Ecuador, son una carta de presentación ante las posibilidades de expansión que se le puedan presentar a AIA.

Si bien no existe una relación directa entre AA 2000 y PDS, la compañía mantiene una estrecha relación con AA 2000 a la cual paga un *fee* por operaciones conjuntas y asesoramiento técnico: comparten aspectos tecnológicos y ventajas por aprovisionamientos conjuntos, que son centralizados desde AA 2000.

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\$ 3.1 MM o la suma de multiplicar cada unidad de trabajo (definida como 1 pasajero o 100 kilos de carga o correo) por US\$ 2.86. Estos montos pueden ser ajustados durante la concesión, de acuerdo con una fórmula económica establecida en el contrato (último ajuste: 3/12/07).

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

Demanda de pasajeros:

Pasajeros	2008	%	2007	%	2006	%	2005	%
Puente aéreo	284.375	23%	316.203	28%	335.870	31%	348.573	33%
Internacionales	927.311	75%	799.564	71%	729.217	68%	633.770	60%
Otros	37.092	3%	12.396	1%	13.620	1%	73.940	7%
TOTAL	1.236.415		1.128.163		1.078.707		1.056.283	

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.

Nueva terminal

De acuerdo a lo establecido en el contrato de concesión, PDS está comprometida a realizar la nueva terminal de pasajeros del Aeropuerto Internacional de Carrasco. La duración del proyecto fue originalmente estimada en tres años (hasta abr'09). A la fecha, la inauguración de la nueva terminal ha sido postergada a ago'09, según el cronograma propuesto por PDS, y tras la aprobación de la Unidad de Control de Gestión Integral de Aeropuertos y Concesiones Aeroportuarias. Finalizada la obra, quedan 14 años de concesión remanentes.

En el contrato se establece que 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 (hoy en día operan una terminal de 15.000 m², con un afluente de pasajeros aproximado de 1 MM). No obstante, PDS ha decidido abarcar una superficie cercana a los 45.000m², distribuida en cinco plantas, con tres mangas telescópicas, ocho puertas de embarque internacional y 44 posiciones de *check in*.

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

Los ingresos de PDS a diciembre de 2008 muestran una suba interanual del 25% a US\$ 37 MM. Dicha suba se explica tanto por la positiva evolución de los ingresos regulados (suba de pasajeros del 10% y entrada en vigencia de las nuevas tarifas aprobadas en dic'07) como de los comerciales. El EBITDA, por su parte, creció en un 8% a US\$ 19 MM, al reducirse la relación EBITDA/ventas al 51.7% del 59.9% (impacto de mayores costos por la apreciación del tipo de cambio).

En términos del flujo de fondos, el flujo libre generado por la compañía resultó negativo, tras financiar obras por US\$ 82 MM. Fitch prevé que esto se revierta a partir de 2010, con la finalización de las inversiones de la nueva terminal. Para 2009, las inversiones de capital están estimadas en el orden de los US\$ 53 MM.

Liquidez y estructura de capital

A dic'08, la deuda financiera de PDS alcanzaba los US\$ 87 MM, con un 98% de la misma de largo plazo. La relación deuda/EBITDA se ubicaba en 4.9x.

La compañía planea tomar financiamiento bancario adicional en el orden de los US\$ 20/22 MM, con lo cual la relación deuda/EBITDA llegaría a 5.5/6x. El esquema de amortización de este nuevo endeudamiento comprenderá amortizaciones anuales en el término de 5/6 años, de modo de cumplir con la relación de EBITDA a servicio de deuda exigida en las condiciones de las ONs.

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	24,75	21,55	24,47	24,17	29,70
	2008	2007	2006	2005	Jun-04
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	19.196	17.779	15.302	8.935	4.815
Margen de EBITDA	51,7	59,9	57,5	40,9	50,4
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	17,9	6,8	61,5	45,4	35,0
Margen del Flujo de Fondos Libre	(146,2)	(135,1)	13,9	(52,9)	5,9
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	12,1	30,6	52,5	70,1	43,3
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	3,9	2,1	86,0	67,3	241,4
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	2,8	3,9	96,2	82,0	267,5
EBITDA / Servicio de Deuda	2,3	3,0	14,7	6,5	14,8
FGO / Cargos Fijos	3,9	2,1	86,0	67,3	241,4
FFL / Servicio de Deuda	(5,8)	(5,9)	3,7	(8,4)	1,8
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(4,6)	(3,3)	7,0	(7,8)	32,7
FCO / Inversiones de Capital	0,3	0,3	1,9	0,5	1,2
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	3,3	9,2	0,1	0,3	0,1
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	4,5	4,9	0,1	0,3	0,1
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	4,0	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
Balance					
Total Activos	183.834	159.154	29.130	22.225	16.631
Caja e Inversiones Corrientes	9.475	15.830	3.468	755	10.051
Deuda Corto Plazo	1.412	1.413	882	1.260	307
Deuda Largo Plazo	85.665	85.744	500	1.125	
Deuda Total	87.077	87.157	1.382	2.385	307
Deuda asimilable al Patrimonio					
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	87.077	87.157	1.382	2.385	307
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	87.077	87.157	1.382	2.385	307
Total Patrimonio	60.020	53.176	20.846	13.762	12.119
Total Capital Ajustado	147.097	140.333	22.228	16.147	12.426
Flujo de Caja					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	19.495	4.943	13.512	7.228	4.327
Variación del Capital de Trabajo	8.996	11.689	(1.303)	(607)	(1.026)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	28.491	16.632	12.209	6.621	3.301
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(82.723)	(56.727)	(6.497)	(12.841)	(2.741)
Dividendos	0	0	(2.000)	(5.350)	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(54.232)	(40.095)	3.712	(11.570)	560
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	36	0
Otras Inversiones, Neto	0	0	5	0	(9.675)
Variación Neta de Deuda	52.834	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
Variación de Caja	(1.398)	7.405	2.713	(9.149)	372
Estado de Resultados					
Ventas Netas	37.098	29.685	26.629	21.860	9.545
Variación de Ventas (%)	25	11,5	21,8		
EBIT Operativo	17.094	15.309	12.955	7.428	4.799
Intereses Financieros Brutos	6.763	4.572	159	109	18
Resultado Neto	6.843	11.331	9.084	4.825	2.626

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 1.7x, 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 abril de 2009, 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 31/12/08.
- 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 © 2009 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.