

Infraestructura
Uruguay
Informe complementario (PDS)

Puerta del Sur S.A.

Calificación Nacional

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

Perspectiva

Estable

Resumen Financiero

PUERTA DEL SUR S.A.	30/9/10 año móvil	31/12/09
Total Activos (US\$ MM)	220.6	222.1
Total Deuda Financiera (US\$ MM)	106.2	107.7
Ingresos (US\$ MM)	70.2	108.9
EBITDA (US\$ MM)	27.4	21.4
EBITDA (%)	39.1	19.6
Deuda / EBITDA	3.9	5.0
EBITDA / Intereses	3.4	2.9

Analistas

Pagsi Jiménez
+5511-4504-2607
pagsi.jimenez@fitchratings.com

Gabriela Catri
+5411-5235-8129
gabriela.catri@fitchratings.com

Informes Relacionados

CRITERIO APLICADO:

- Rating Criteria for Infrastructure and Project Finance, Ago. 16, 2010 (1)
- Manual de Calificación registrado en 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 operando 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 calificación 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.
- 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

En los últimos 12 meses a sep'10 los ingresos operativos (incluyendo actividades de construcción) de PDS alcanzaron US\$ 70.2 MM contra US\$ 108.9 MM durante el año fiscal 2009. Durante el mismo período, el margen de EBITDA alcanzó 39% frente a 20% al cierre de 2009. Excluyendo las actividades de construcción, la relación de EBITDA a ventas continuaría en línea con los históricos (57%). El tráfico medio diario anual (TMDA) de PDS llegó a 4,463 pasajeros en los últimos 12 meses a sep'10, una suba significativa del 31% frente al período comparable de 2009, principalmente reflejando una mayor capacidad del aeropuerto después la inauguración de la nueva terminal en oct'09. De este total, 91% correspondió a tráfico de origen y destino (O&D) y 9% a tráfico en tránsito.

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 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 a US\$ 36 de US\$ 31, vigente desde el 15/4/2010. Se prevé que el crecimiento esperado en la generación de fondos compense el mayor apalancamiento.

A sep'10, la saldo de la deuda financiera de PDS ascendía a US\$ 106.2 MM, con un 91% de la misma de largo plazo y compuesta por las obligaciones negociables por US\$ 88.7 MM que comienzan a amortizar en abr'11 y préstamos bancarios por US\$ 17.5 MM amortizables trimestralmente. La relación deuda/EBITDA se ubicaba en 3.9x.

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 cercadas 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.

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	20.25	19.64	24.75	21.55	24.47	24.17
	<u>Sep-10</u>	<u>2009</u>	<u>2008</u>	<u>2007</u>	<u>2006</u>	<u>2005</u>
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	27,425	21,366	19,196	17,779	15,302	8,935
Margen de EBITDA	39.1	19.6	51.7	59.9	57.5	40.9
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	17.9	15.9	17.9	6.8	61.5	45.4
Margen del Flujo de Fondos Libre	32.3	(26.7)	(146.2)	(135.1)	13.9	(52.9)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	10.7	22.1	12.1	30.6	52.5	70.1
Coberturas						
FGO / Intereses Financieros Brutos	4.1	4.0	3.9	2.1	86.0	67.3
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	3.4	2.9	2.8	3.9	96.2	82.0
EBITDA / Servicio de Deuda	1.5	1.8	2.3	3.0	14.7	6.5
FGO / Cargos Fijos	4.1	4.0	3.9	2.1	86.0	67.3
FFL / Servicio de Deuda	1.7	(1.8)	(5.8)	(5.9)	3.7	(8.4)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	1.9	(1.7)	(4.6)	(3.3)	7.0	(7.8)
FCO / Inversiones de Capital	5.8	0.5	0.3	0.3	1.9	0.5
Estructura de Capital y Endeudamiento						
Deuda Total Ajustada / FGO	3.1	3.6	3.3	9.2	0.1	0.3
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	3.9	5.0	4.5	4.9	0.1	0.3
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	3.7	5.0	4.0	4.0	(0.1)	0.2
Costo de Financiamiento Implícito (%)	7.5	7.6	7.8	10.3	8.4	9.1
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0.1	0	0	0	0.6	0.5
Balance						
Total Activos	220,638	222,136	183,834	159,154	29,130	22,225
Caja e Inversiones Corrientes	4,206	1,099	9,475	15,830	3,468	755
Deuda Corto Plazo	10,022	4,461	1,412	1,413	882	1,260
Deuda Largo Plazo	96,171	103,268	85,665	85,744	500	1,125
Deuda Total	106,193	107,729	87,077	87,157	1,382	2,385
Deuda asimilable al Patrimonio						
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	106,193	107,729	87,077	87,157	1,382	2,385
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	106,193	107,729	87,077	87,157	1,382	2,385
Total Patrimonio	81,847	77,928	60,020	53,176	20,846	13,762
Total Capital Ajustado	188,040	185,657	147,097	140,333	22,228	16,147
Flujo de Caja						
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	25,555	22,203	19,495	4,943	13,512	7,228
Variación del Capital de Trabajo	1,803	7,280	8,996	11,689	(1,303)	(607)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	27,358	29,483	28,491	16,632	12,209	6,621
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(4,706)	(58,511)	(82,723)	(56,727)	(6,497)	(12,841)
Dividendos	0	0	0	0	(2,000)	(5,350)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	22,652	(29,028)	(54,232)	(40,095)	3,712	(11,570)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	(19,205)	0	0	0	0	36
Otras Inversiones, Neto	0	0	0	0	5	0
Variación Neta de Deuda	(4,256)	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
Variación de Caja	(809)	(8,376)	(1,398)	7,405	2,713	(9,149)
Estado de Resultados						
Ventas Netas	70,152	108,885	37,098	29,685	26,629	21,860
Variación de Ventas (%)		194	25	11.5	21.8	
EBIT Operativo	13,954	17,897	17,094	15,309	12,955	7,428
Intereses Financieros Brutos	8,161	7,356	6,763	4,572	159	109
Resultado Neto	8,341	15,250	6,843	11,331	9,084	4,825
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. Glosario

- (1) Rating Criteria for Infrastructure and Project Finance: Metodología de Calificación para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos; 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 30 de noviembre 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 30/09/2010.
- 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 ESTAN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP:// FITCHRATINGS.COM / UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://www.fitchratings.com/understandingcreditratings). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACION Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://www.fitchratings.com). LAS CALIFICACIONES PUBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACION PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIEN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO.

Derechos de autor © 2010 por 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. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual 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 Fitch 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 independiente 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 Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, Fitch 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 futuros 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 se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de Fitch 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. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con 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 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 Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones 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. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1.000 a USD750.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch 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 USD10.000 y USD1.500.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.