

**Infraestructura
Uruguay
Informe integral**

Puerta del Sur S.A.
(PDS)

Calificación Nacional

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

Perspectiva

Positiva

Resumen Financiero

PUERTA DEL SUR S.A.

	31/12/10	31/12/09
Total Activos (US\$ MM)	213.6	222.1
Total Deuda Financiera (US\$ MM)	103.3	107.7
Ingresos (US\$ MM)	62.2	108.8
EBITDA (US\$ MM)	29.5	21.3
EBITDA (%)	47.4	19.6
Deuda/ EBITDA	3.5	5.0
EBITDA/ intereses	3.6	2.9

Analistas

Pagsi Jiménez
+55 11 4504 2607
pagsi.jimenez@fitchratings.com

Gabriela Catri
+54 11 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 ante el BCU.

Fundamentos de la calificación

- La Perspectiva Positiva refleja la expectativa de mejora sostenida en los indicadores de cobertura de servicio de deuda (DSCR) después de 2011, aún en escenarios de bajo crecimiento en el tráfico, como resultado de menor nivel esperado de inversiones de capital o mantenimientos mayores a partir de 2011 y un servicio de deuda anual decreciente después de 2013.
- La calificación asignada se fundamenta en los derechos de concesión de PDS para operar en forma exclusiva el Aeropuerto Internacional de Carrasco (AIC) por 20 años; una base de ingresos fuerte y predecible sustentada en las características y posición de mercado del aeropuerto, el cual actúa como principal entrada aérea a Uruguay y sirva a cerca del 85% del tráfico de pasajeros en el país; sólidos márgenes de EBITDA, en gran parte como resultado de 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 Argentina y en menor grado Brasil, la ausencia de reservas de liquidez y relativamente bajas restricciones financieras para distribución de dividendos y nuevo endeudamiento.

Factores que podrían mejorar la calificación

- Fortalecimiento y mantenimiento de los DSCRs para niveles superiores a 1.0x, a través de una combinación de los siguientes factores: mejora sostenida en la generación de flujo de caja, reducción de inversiones de capital o mantenimientos mayores después de 2011 y disciplina financiera en relación a dividendos/nuevo endeudamiento durante el período de altas inversiones de capital.

Hechos Recientes

Durante el 2010 los ingresos operativos y el margen de EBITDA de PDS (excluyendo actividades de construcción) alcanzaron US\$ 51,0 MM y 59%, contra US\$ 34,6 MM y 56% en 2009, respectivamente. El tráfico medio diario anual (TMDA) de PDS llegó a 4.678 pasajeros en 2010, una suba del 28% frente a 2009, principalmente reflejando una mayor capacidad del aeropuerto después de 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

A dic'10, el saldo de la deuda financiera de PDS ascendía a US\$ 103,3 MM, con un 90% de la misma de largo plazo y compuesta por las obligaciones negociables por US\$ 87,0 MM que comienzan a amortizar en abr'11 y un préstamo bancario por US\$ 16,3 MM amortizable trimestralmente. El DSCR de PDS se ubicó en 1.0x en 2010, impactado por mayor servicio de deuda bancaria (pago de cuota trimestral de forma anticipada en función de mayor disponibilidad de caja). Para 2011 Fitch prevé que el DSCR permanezca en torno de 1.0x, como resultado de la anticipación de algunas inversiones de capital. A partir de 2012, y de mantener la disciplina financiera observada hasta ahora, la expectativa es que el DSCR aumente de forma sostenida, reflejando menores necesidades de inversión en capital y servicio de deuda anual decreciente.

Perfil del Negocio

Descripción del Activo

PDS posee la concesión del Aeropuerto Internacional de Carrasco Gral. Cesáreo L. Berisso (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.

AIC es el principal aeropuerto internacional del Uruguay, atendiendo a cerca de 85% del tráfico de pasajeros del país. Es también el principal centro de distribución de carga de la nación, operando 100% del comercio exterior realizado vía aérea.

AIC está localizado a 5,2 km de la ciudad capital Montevideo y sus principales instalaciones comprenden: una terminal de pasajeros con una superficie de 39.500 m², dos pistas de aterrizaje con una extensión total de 5.450 m, estacionamiento para 1.200 vehículos y una estación de carga con una superficie de 11.700 m².

Accionista/Patrocinador

PDS pertenece a American Internacional Airports LLC (AIA), holding del grupo Eurnekian, con base en Nueva York cuyo principal accionista es el Sr. Eduardo Eurnekian. El grupo controlante presenta vasta experiencia manejando un portafolio de aeropuertos de AIA que comprende 33 aeropuertos en Argentina (AA2000), AIC y Laguna del Sauce en Uruguay, el aeropuerto internacional de Armenia y el aeropuerto internacional de Guayaquil (Ecuador).

Operador

PDS es el responsable por las actividades de operación y mantenimiento (O&M) de AIC, sin embargo, se beneficia de la asesoría técnica de Società Esercizi Aeroportuali S.p.A. (SEA), empresa con probada experiencia y actual operador de los aeropuertos internacionales de Linate y Malpensa en Milán y Ferno, Italia. SEA también participa junto con Eurnekian en el capital accionario de AA2000 (33 aeropuertos en Argentina). El contrato de asesoría técnica con SEA tiene un plazo igual al contrato de concesión y establece un honorario anual como contrapestración por el servicio prestado igual al mayor entre el 2,5% anual de los ingresos aeronáuticos de PDS y US\$ 300.000.

Marco Legal

Contrato de Concesión

Las actividades de PDS se encuentran regidas por el Contrato de Gestión Integral ("contrato de concesión") otorgado por el Gobierno uruguayo, a través del Ministerio de Defensa (Dirección Nacional de Infraestructura Aeronáutica - DINACIA).

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.

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,

para lo cual fue contratado SEA, conforme explicado anteriormente.

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 ejecutar el programa de inversiones de capital, conforme explicado más adelante.

4. 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.

5. PDS debe pagar un canon anual al Gobierno por los derechos de concesión el cual 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).

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.

El aeropuerto es operado y manejado adecuadamente desde 2003 por PDS, por lo que riesgo de terminación de contrato por responsabilidad de PDS es considerado bajo.

Programa de Inversiones de Capital

El modelo de concesión es del tipo BOT (build-operate-transfer) donde PDS asume la responsabilidad de 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 de carga.

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

El programa de obras nuevas se encuentra dividido en cuatro grandes grupos: área de movimiento (rehabilitación y ampliación de pistas, construcción de nuevas calles de rodaje, etc.), construcción de terminal de carga, construcción de terminal de pasajeros, nueva plataforma y accesos, y otros (sistema de protección contra incendios, construcción de tratamiento de líquidos residuales, etc.). Grande parte de estas obras ya fueron realizadas.

Terminal de pasajeros y nueva plataforma: Inaugurada en oct'09. Posee una superficie de 39.500 m², distribuida en cinco plantas, con cuatro mangas telescópicas, ocho puertas de embarque internacional, 44 posiciones de *check-in*, cerca de 15 locales comerciales y con capacidad para albergar a cerca de 3 millones de pasajeros al año (casi dos veces el nivel actual de tráfico). Incluye también área de estacionamiento para 1.200 vehículos (casi el triple de la antigua área). Estas dimensiones superan las especificaciones establecidas en el contrato de concesión, que indican que, para un nivel de servicio C de IATA y un tráfico de referencia de 1.3 MM de pasajeros anuales, es necesario de una terminal con superficie de 15.200 m². Costo total: US\$ 165 MM, financiados con emisión de obligaciones negociables (US\$ 87 MM), préstamos bancarios (US\$ 20 MM), aporte de capital (US\$ 21 MM) y generación interna de caja.

Terminal de carga: Inaugurada en etapas, entre 2008 y 2009. Posee una superficie de 11.700 m² con capacidad para manejar aproximadamente 45.000 toneladas anuales (el doble del volumen actual). Costo total: US\$ 15 MM, financiados con generación interna de caja.

Cuadro Tarifario

Las actividades aeronáuticas y sus respectivas tasas son reguladas e incluyen las tasas de uso de la aeroestación (tasas de embarque), tasas de aterrizaje, tasas de estacionamiento de aeronaves, y tasas de servicios de rampa y carga. Los servicios de rampa y carga están subcontratados por terceros, y por tanto, clasificados como actividades comerciales, sin embargo, el canon cobrado por PDS a los subcontratistas es regulado.

El contrato de concesión establece precios máximos para estas actividades, los cuales pueden ser ajustados teniendo en cuenta la variación de los índices de precio y el tipo de cambio, a solicitud del concesionario. Los ajustes, sin embargo, no son automáticos, pues requieren de la aprobación previa del gobierno. Un punto muy importante es que si la ecuación resultara desfavorable, PDS puede no presentarse en ese período a revisar las tarifas, con lo cual es improbable que las mismas caigan. Las tasas de embarque internacional han sido ajustadas cuatro veces desde el comienzo de la concesión y se mantienen competitivas, por debajo de la media de otros aeropuertos de América Latina.

Tasas de Embarque (US\$)	Ago'03	May'05	Abr'06	Ene'08	Abr'10
Internacional	25	26	29	31	36
Puente aéreo*	13	14	15	17	17
Doméstico	2	2	2	2	2

* Montevideo (AIC) - Buenos Aires (Aeroparque). Fuente: PDS.

Las actividades comerciales incluyen 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. Sin embargo, PDS debe notificar a DINACIA con 30 días de antelación sobre cualquier aumento en el precio de estas actividades. Este segmento ha experimentado un fuerte crecimiento, en especial, a partir de la entrada en operación de la nueva terminal, representando 49% de los ingresos operacionales (excluyendo actividades de construcción) en 2010, frente a 41% en 2007.

Análisis de Tráfico y Aerolíneas

El tráfico medio diario anual (TMDA) de PDS creció 28% en 2010 frente a 2009, principalmente reflejando una mayor capacidad del aeropuerto después la inauguración de la nueva terminal en oct'09. El tráfico mostró ser resistente a la crisis global, con crecimientos del TMDA, excluyendo el efecto de la nueva terminal, de 5% in 2008 y 2% a set'09 (nueve meses) frente a los períodos comparables de años anteriores.

La base de tráfico de PDS es principalmente de origen y destino (O&D), mostrando la naturaleza de aeropuerto *gateway* de AIC. El aeropuerto ofrece vuelos directos a 14 ciudades de América del Sur, América Central, Estados Unidos y España. Compañía Primeras Líneas Uruguayas de Navegación Aérea (Pluna) y Aerolíneas Argentinas ofrecen vuelos de puente aéreo entre Montevideo y Buenos Aires (Aeroparque); Iberia y American Airlines a Madrid y Miami, y Copa a Panamá, que luego conecta con América Central, el Caribe y Estados Unidos.

El tráfico de conexión ha ganado terreno en los últimos años, reflejando la estrategia de Pluna de convertir al aeropuerto en un hub para el Mercosur. Un punto muy importante es que si bien el canon anual por los derechos de concesión es cobrado sobre el tráfico total (incluyendo pasajeros en tránsito), PDS cobra tasas de embarque al tráfico de conexión. Como resultado, las actividades de conexión podrán tener un impacto negativo en el margen de operación caso los ingresos comerciales no crezcan igual o por encima del aumento en el canon. Desde 2006 a la fecha, los gastos por canon se han mantenido estables en términos relativos, representando 13% de los ingresos operacionales (excluyendo actividades de construcción).

Año	Tránsito de Pasajeros			Crecimiento del TMDA			Participación	
	Total	O&D	Tránsito	Total	O&D	Tránsito	O&D	Tránsito
2007	1,170,660	1,129,993	40,667	5%	4%	39%	97%	3%
2008	1,236,677	1,180,165	56,512	8%	3%	99%	95%	5%
2009	1,328,873	1,216,605	112,268	28%	27%	39%	92%	8%
2010	1,707,587	1,551,026	156,561	28%	25%	56%	91%	9%

Fuente: PDS y Fitch.

En el 2010, 13 aerolíneas (incluyendo aviación general como una categoría de aerolínea), ofrecieron sus servicios en el aeropuerto, comparado con 11 en 2008. La aerolínea dominante es Pluna, la cual usa AIC como base de operaciones. La participación de Pluna en términos de tráfico de pasajeros (38% en 2010) y número de vuelos (51% en 2010) muestra una tendencia creciente en los últimos años, reflejando su estrategia de expansión y aumento en la flota de aeronaves, que hoy llega a 10. En 2010 Argentina continuó siendo el principal destino, con 42% de los pasajeros, sin embargo, ha venido perdiendo participación contra Brasil (24%) y Chile (10%), reflejando la penetración de mercado de *carriers* extranjeros.

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.

Excluyendo actividades de construcción, los ingresos operativos y el margen de EBITDA de PDS alcanzaron US\$ 51,0 MM en 2010 y 59%, contra US\$ 34,6 MM y 56% en 2009, respectivamente, y como resultado de las dinámicas de tráfico explicadas.

A dic'10, el saldo de la deuda financiera de PDS ascendía a US\$ 103,3 MM, con un 90% de la misma de largo plazo y compuesta por las obligaciones negociables por US\$ 87,0 MM que comienzan a amortizar en abr'11 y un préstamo bancario por US\$ 16,3 MM amortizable trimestralmente. Estas deudas financieras fueron usadas para la construcción de la nueva terminal de pasajeros.

El DSCR de PDS se ubicó en 1.0x en 2010, impactado por mayor servicio de deuda bancaria (pago de cuota trimestral de forma anticipada en función de mayor disponibilidad de caja). A pesar del fuerte comportamiento del tráfico, Fitch prevé que el DSCR permanezca en torno de 1.0x en 2011, como resultado de la anticipación de algunas inversiones de capital para mantener la calidad de todos sus servicios en al menos la categoría C de IATA. No obstante, a partir de 2012, y de mantener la disciplina financiera observada hasta ahora, la expectativa es que el DSCR aumente de forma sostenida, reflejando menores necesidades de inversión en capital y servicio de deuda anual decreciente.

Estado de Flujo de Caja, Resumido (US\$'000)	2007	2008	2009	2010
Caja y equivalentes, inicial	3.468	15.830	9.475	1.099
Caja disponible para el servicio de la deuda	16.585	457	-981	13.365
Servicio de deuda	4.223	6.812	7.395	13.124
<i>Obligaciones negociables</i>	<i>3.286</i>	<i>6.541</i>	<i>6.543</i>	<i>6.544</i>
<i>Préstamos bancarios</i>	<i>937</i>	<i>271</i>	<i>852</i>	<i>6.579</i>
Caja disponible para distribución	15.830	9.475	1.099	1.340
Dividendos	0	0	0	0
Caja y equivalentes, final	15.830	9.475	1.099	1.340

DSCR y Covenants (x)	2007	2008	2009	2009
DSCR	3,9	0,1	-0,1	1,0
DSCR c/caja y equivalentes, inicial	4,7	2,4	1,1	1,1
EBITDA/Servicio de deuda	4,2	2,8	2,9	2,3
Deuda financiera/Patrimonio	1,6	1,5	1,4	1,3

Fuente: PDS y Fitch.

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 Periodo	19,64	24,75	21,55	24,47	
	<u>2010</u>	<u>2009</u>	<u>2008</u>	<u>2007</u>	<u>2006</u>
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	29.487	21.366	19.196	17.779	15.302
Margen de EBITDA	47,4	19,6	51,7	59,9	57,5
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	18,1	15,9	17,9	6,8	61,5
Margen del Flujo de Fondos Libre	7,5	(26,7)	(146,2)	(135,1)	13,9
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	5,4	22,1	12,1	30,6	52,5
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	4,1	4,0	3,9	2,1	86,0
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	3,6	2,9	2,8	3,9	96,2
EBITDA / Servicio de Deuda	1,6	1,8	2,3	3,0	14,7
FGO / Cargos Fijos	4,1	4,0	3,9	2,1	86,0
FFL / Servicio de Deuda	0,7	(1,8)	(5,8)	(5,9)	3,7
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,8	(1,7)	(4,6)	(3,3)	7,0
FCO / Inversiones de Capital	1,5	0,5	0,3	0,3	1,9
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	3,1	3,6	3,3	9,2	0,1
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	3,5	5,0	4,5	4,9	0,1
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	3,5	5,0	4,0	4,0	(0,1)
Costo de Financiamiento Implícito (%)	7,7	7,6	7,8	10,3	8,4
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,1	0	0	0	0,6
Balance					
Total Activos	213.643	222.136	183.834	159.154	29.130
Caja e Inversiones Corrientes	1.340	1.099	9.475	15.830	3.468
Deuda Corto Plazo	10.511	4.461	1.412	1.413	882
Deuda Largo Plazo	92.772	103.268	85.665	85.744	500
Deuda Total	103.283	107.729	87.077	87.157	1.382
Deuda asimilable al Patrimonio					
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	103.283	107.729	87.077	87.157	1.382
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	103.283	107.729	87.077	87.157	1.382
Total Patrimonio	82.253	77.928	60.020	53.176	20.846
Total Capital Ajustado	185.536	185.657	147.097	140.333	22.228
Flujo de Caja					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	25.431	22.203	19.495	4.943	13.512
Variación del Capital de Trabajo	(11.614)	7.280	8.996	11.689	(1.303)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	13.817	29.483	28.491	16.632	12.209
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(9.129)	(58.511)	(82.723)	(56.727)	(6.497)
Dividendos	0	0	0	0	(2.000)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	4.688	(29.028)	(54.232)	(40.095)	3.712
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	0	0	0	0	5
Variación Neta de Deuda	(4.447)	20.652	52.834	26.500	(1.004)
Variación Neta del Capital	0	0	0	21.000	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0
Variación de Caja	241	(8.376)	(1.398)	7.405	2.713
Estado de Resultados					
Ventas Netas	62.156	108.885	37.098	29.685	26.629
Variación de Ventas (%)	(43)	194	25	11,5	21,8
EBIT Operativo	13.778	17.897	17.094	15.309	12.955
Intereses Financieros Brutos	8.087	7.356	6.763	4.572	159
Resultado Neto	4.325	15.250	6.843	11.331	9.084

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 29 de abril de 2011 confirmó en la Categoría A(uy) las Obligaciones Negociables por hasta US\$ 87 millones de Puerta del Sur S.A.

La Perspectiva es Positiva.

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 31/12/2010.
- Auditor externo a la fecha del último balance: Price Waterhouse Coopers.
- Información de gestión y estimaciones propias suministrada por la compañía.
- Diversas publicaciones y notas relacionadas al sector.
- Prospecto de emisión de las ONs.

Todas las calificaciones crediticias de Fitch Ratings están sujetas a ciertas limitaciones y restricciones de responsabilidad. Por favor lea estas limitaciones y restricciones de responsabilidad en el siguiente enlace: <http://www.fitchratings.com/understandingcreditratings>. Adicionalmente, las definiciones de las calificaciones y los términos del uso de dichas calificaciones se encuentran disponibles en el sitio web público de la calificadora en www.fitchratings.com. 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 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.
