Puerta del Sur S.A.

PDS – Aeropuerto Internacional de Carrasco

Informe Integral

Calificaciones

Nacional

Emisor	AA(uy)
ON por hasta USD 87 MM	AA(uy)

Perspectiva

Estable

Resumen Financiero

Consolidado ($ miles)	31/12/2018 LTM	31/12/2017 12 Meses
Total Activos	165.697	179.228
Deuda Financiera	26.136	34.845
Ingresos	95.360	91.383
EBITDA	49.050	47.524
EBITDA (%)	51,4	52,0
Deuda Total / EBITDA	0,5	0,7
Deuda Neta Total / EBITDA	0,3	0,5
EBITDA / Intereses	18,4	13,5

Criterios Relacionados

Metodologia de calificación de finanzas corporativas. Registrado ante el Banco Central del Uruguay, disponible en www.bcu.gub.uy

Analista Principal
Mariano De sousa
Analista
+54 115 235-8141
mariano.desousa@fixscr.com

Analista Secundario
Gabriela Curutchet
Director Asociado
+54 115 235-8122
gabriela..curutchet@fixscr.com

Responsable del Sector
Cecila Minguillon
Director Senior
+54 115 235-8123
cecilia..minguillon@fixscr.com

Factores Relevantes de la Calificación

Suba de calificación: La suba de calificación a AA(uy) desde AA-(uy) incorpora la estabilidad del marco regulatorio y una demanda sostenible que le permite a la compañía generar flujo de fondos libres positivos, teniendo acotadas necesidades de financiamiento y una baja necesidad de inversiones en el futuro.

Sólido perfil crediticio: La calificación de las ON emitidas por Puerta del Sur (PDS) refleja su sólido perfil crediticio, buen nivel de apalancamiento (0,5X) y cobertura de intereses estimadas 14,5x. PDS ha demostrado una importante flexibilidad financiera, habiéndose recuperado del impacto por los vuelos desatendidos a partir de la salida de Pluna. La compañía ha generado históricamente flujo de fondos libres positivos, con excepción de 2014 donde se extendió la concesión y la compañía hizo una fuerte inversión por aproximadamente USD 25 MM.

Acotado tráfico de pasajeros: PDS representa la principal puerta de entrada a Uruguay capturando cerca del 91% de total de tráfico aéreo del país. El aeropuerto cuenta con una acotada base de pasajeros, en 2018, se observó una leve caída del 0.9% en el nivel de pasajero pero desde hace dos años supera los dos millones y con un segmento de origen & destino (O&D) de 99% del total de la demanda total. En el mediano plazo se prevé que el tráfico ronde los niveles actuales pudiendo ser levemente superiores.

Adecuado mecanismo para ajuste tarifario: Los niveles tarifarios en PDS son ajustados anualmente para mantener su valor real y sujetos a la aprobación por parte del Estado. El mecanismo de ajuste tarifario brinda estabilidad de precios. La generación de ingresos en el aeropuerto se encuentra sustentada por una combinación de ingresos aeronáuticos y comerciales (aprox. 58%/41%). Las tasas de embarque se mantienen competitivas en comparación con otros aéreopuertos regionales.

Plan de inversión de capital estable: La infraestructura del aeropuerto cuenta con instalaciones modernas y de suficiente capacidad para brindar servicio al crecimiento de tráfico proyectado. Solamente restan por realizar inversiones por U$S 10 MM que se realizaran cuando crezca sustancialmente el número de pasajeros o antes de finalizar el contrato de concesión.

Apalancamiento conservador: La deuda de PDS está estructurada en términos fijos y con un perfil de amortización conservador. A diciembre de 2018, la deuda financiera de PDS fue de USD 26.1 millones correspondiendo el 100% a las Obligaciones Negociables. La relación Deuda-EBITDA, a la misma fecha, se ubicaba en 0.5 veces (x).

Sensibilidad de la Calificación

La perspectiva estable refleja el sólido perfil crediticio de la compañía. La misma se vería presionada ante un fuerte incremento del endeudamiento como consecuencia de un mayor riesgo de contraparte o una caída significativa del tráfico aeroportuario.

Liquidez y estructura de capital

Buena liquidez: A diciembre'18 PDS poseía caja e inversiones liquidas por U$S 9.7 MM y deudas de corto plazo por U$S 8.9 MM. La posición de caja varía mensualmente de acuerdo al siguiente cronograma de pagos: abril y octubre los vencimientos de las ON, mayo y noviembre los pagos de dividendos y septiembre y diciembre el pago del canon.

Perfil del Negocio

Descripción del Activo

PDS posee la concesión exclusiva del Aeropuerto Internacional de Carrasco Gral. Cesáreo L. Berisso (AIC) por un período de 30 años (hasta 2033). La concesión fue inicialmente otorgada por 20 años y en septiembre 2014 extendida por 10 años más. Localizado a 18 km de la ciudad capital Montevideo, las principales instalaciones del AIC comprenden: una terminal de pasajeros con una superficie de 45.000 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.

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.

Accionista/Patrocinador

PDS forma parte de Corporación América Airports (CAAP), holding que cotiza en el NYSE, la cual es controlada por la familia Eurnekian. El grupo controlante presenta vasta experiencia teniendo la concesión de terminales aeroportuarias y de cargas en 52 aeropuertos de Latinoamérica y Europa. Entre los principales aeropuertos se encuentran 33 aeropuertos en Argentina (a través de Aeropuertos Argentina 2000), el aeropuerto Internacional de Carrasco y Laguna del Sauce en Uruguay, el aeropuerto internacional de Armenia, el aeropuerto internacional de Guayaquil (Ecuador) y el aeropuerto internacional de Brasilia (Brasil). Esta actividad incluye la administración operativa y comercial del aeropuerto, cargas, y otros servicios vinculados.

Operador

PDS es el responsable por las actividades de operación y mantenimiento (O&M) de AIC, sin embargo las activadas de operación son realizadas, por Cedicor S.A., empresa controlada por CAAP. Cedicor S.A. recibe un canon por parte de PDS del 2,5% de los ingresos operativos con un tope anual de 2MM de dólares actualizable con la misma paramétrica de las tarifas.

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:

A. 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 Cedicor SA, conforme explicado anteriormente.

B. PDS debe constituir garantías a favor del Ministerio de Defensa: (i) contratación del operador aeroportuario por USD 3 MM –reintegrada-; (ii) integración de capital por USD 1 MM –reintegrada-; (iii) realización de las inversiones establecidas en el contrato,

vigente USD 1.5 MM y USD 2.0 MM –reintegrada-, y (iv) cumplimiento de contrato, vigente USD 6 MM –a restituirse a los seis meses de finalizada la concesión-.

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

D. 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 USD400 millones.

E. 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: USD 4.5 millones o la suma de multiplicar cada unidad de trabajo (definida como 1 pasajero o 100 kilos de carga o correo) por USD4.19 (actualizado en mar. 2018). Estos montos pueden ser ajustados durante la concesión, de acuerdo con una fórmula económica establecida en el contrato. A partir de la extensión del contrato de concesión no se computarán para el cálculo del canon básico aquellos pasajeros en tránsito que superen el 7.5% del total de pasajeros que utilizan el servicio de AIC. Además se incorporó el Canon Adicional que se comenzará a pagar en Octubre 2017, el mismo se calcula en base a los pasajeros partidos y arribados que superen un millón quinientos mil, no computándose los pasajeros en tránsito ni los efectivos pertenecientes a organismos internacionales. El canon se aplicará por franja según la siguiente tabla.

Desde Pasajero	Hasta Pasajero	Coeficiente Canon Adicional
	1.500.000	0,000
1.500.000	1.750.000	0,075
1.750.000	2.000.000	0,156
2.000.000	2.250.000	0,272
2.250.000	2.500.000	0,398
2.500.000	2.750.000	0,538
2.750.000	3.000.000	0,692
3.000.000		0,861

Cláusulas de Terminación:

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 responder al crecimiento de tráfico de pasajeros y carga. El programa contemplaba la división de 4 grupos I) el área de movimiento (rehabilitación y ampliación de pistas, construcción de nuevas calles de rodaje, etc.), II) construcción de terminal de carga, III) la construcción de terminal de pasajeros y nueva plataforma y accesos, y IV) otros (tales como: el sistema de protección contra incendios, la construcción de tratamiento de líquidos residuales, etc.). A la fecha de este informe, la mayor parte de estas obras han sido completadas.

Cuadro Tarifario

Las actividades aeronáuticas y sus respectivas tasas son reguladas e incluyen las tasas de uso de la estación aérea (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 siete veces desde el comienzo de la concesión y se mantienen competitivas, por debajo de la media de otros aeropuertos de América Latina.

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, la concesión de espacios comerciales y los servicios de sala VIP. Estos servicios no están definidos 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 anticipación sobre cualquier aumento en el precio de estas actividades.

Segmento	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Internacional	29	31	31	36	36	40	40	40	40	42	45	46
Puente Aéreo	15	17	17	17	17	19	19	19	19	19	21	21
Domestico	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2

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

Análisis de Tráfico y Aerolíneas

En 2018 el nivel de pasajeros decreció en un 0,9% con respecto al año anterior. La base de tráfico de PDS es de origen y destino (O&D), mostrando la naturaleza de aeropuerto gateway en Uruguay. El aeropuerto ofrece vuelos directos a 14 ciudades de América del Sur, América Central, Estados Unidos y España. Aerolíneas Argentinas ofrecen vuelos de puente aéreo entre Montevideo y Buenos Aires (Aeroparque); Iberia, Air Europa, Air France y American Airlines a Madrid y Miami, y Copa a Panamá, que luego conecta con América Central, el Caribe y Estados Unidos.

En 2018 las principales nacionalidades de los pasajeros fueron: Uruguay 41%, Brasil 19%, y Argentina 7%.

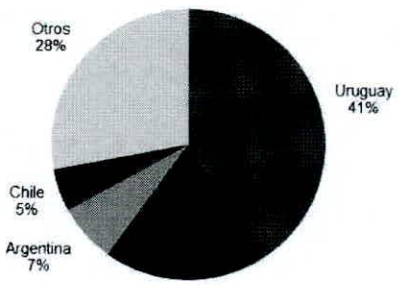
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Total de Pasajero	1.946.525	1.783.368	1.568.867	1.696.476	1.701.023	1.890.094	2.117.664	2.098.045
Variación		-8,4%	-12,0%	8,1%	0,3%	11,1%	12,0%	-0,9%

Fuente: PDS

Aerolinea	
TAM	16%
LAN	15%
GOL	11%
AEROLINEAS ARGENTINAS	10%
COPA	9%
TACA	8%
IBERIA	6%
AMERICAN	6%
AMAZSONAS	6%
AIR EUROPA	5%
AZUL	4%
SKY	2%
TOTAL	100%

Fuente: PDS

Pasajeros transportados por Nacionalidad



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Perfil Financiero

Rentabilidad

Los ingresos operativos y margen EBITDA de Puerta del Sur, para el ejercicio cerrado en diciembre de 2018, alcanzaron los USD 95,3 millones (incluyendo actividades de construcción y servicios) y 51,4% respectivamente; contra USD 91.3 millones y 52% en 2017. La rentabilidad de compañía encontró un nuevo equilibrio más bajo en torno al 52% luego del cambio de operador aeroportuario en 2017. Hacia adelante FIX espera que la compañía mantenga dichos márgenes de rentabilidad de forma estable.

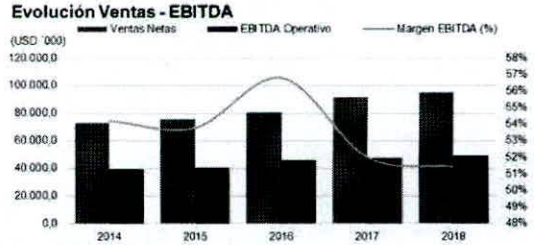
El tráfico de pasajeros anual decreció un 0.9% frente al año anterior pero se mantuvo por encima de los 2 MM de pasajeros; dicha caída se explica principalmente por el decrecimiento de los pasajeros internacionales partidos (-1.3%) que representan el 43% del total, amortiguado por un incremento del 4% en los pasajeros partidos de puente aéreo. Los ingresos por el Duty Free registraron una caída (-8% respecto de 2017), sin embargo los ingresos comerciales presentaron un incremento del 1% respecto al año anterior.

El perfil de ingresos de PDS es balanceado entre servicios aeronáuticos y actividades comerciales, que a su vez reduce parcialmente la exposición al riesgo de volumen durante temporadas adversas. Por otro lado, los ingresos aeronáuticos se encuentran adecuadamente diversificados por aerolínea y ninguna de ellas supera el 32% de los ingresos por este concepto, reduciendo el riesgo de contraparte.

Ventas por Segmento

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Evolución Ventas - EBITDA



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Flujo de Fondos

PDS generó un Flujo de Caja Operativo por USD 36 millones. Tras financiar inversiones de capital por USD 1.4 millones y distribuir dividendos por USD 28.1 millones, el flujo de fondos libre de PDS resultó positivo en USD 6.6 millones. La compañía utilizó los fondos para cancelar las amortizaciones de las ON. Hacia delante se prevé que la compañía logre un flujo de fondos libre positivo y que la distribución de dividendos sea una medida de ajuste respecto de la generación de flujo/ compromisos.

Liquidez y Estructura de Capital

La deuda de PDS está estructurada en términos fijos y con un perfil de amortización conservador. A diciembre de 2018, la deuda financiera de PDS fue de USD 26.1 millones correspondiendo el 100% a las Obligaciones Negociables. La relación Deuda-EBITDA, a la misma fecha, se ubicaba en 0.5 veces (x).

Vencimiento de la Deuda

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Capitalización

ARS '000		
Deuda de Corto Plazo	8.934	8%
Deuda de Largo Plazo	17.202	14%
Otros	0	0%
Deuda Total Ajustada	26.136	22%
Total Patrimonio	92.951	78%
Total Capital Ajustado	119.086	100%

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Fondeo y Flexibilidad Financiera

PDS detenta un probado acceso al mercado de crédito, tanto a través de su emisión en el mercado de capitales como con bancos de la plaza local.

Anexo I. Resumen financiero

Resumen Financiero - Puerta Del Sur S.A
(miles de USD, año fiscal finalizado en Diciembre)
Cifras Consolidadas

Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Período	2018	2017	2016	2015	2014
	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	49.050	47.524	45.861	40.810	39.635
EBITDAR Operativo	49.050	47.524	45.861	40.810	39.635
Margen de EBITDA	51,4	52,0	56,8	53,8	54,2
Margen de EBITDAR	51,4	52,0	56,8	53,8	54,2
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	32,5	38,1	30,6	26,7	23,3
Margen del Flujo de Fondos Libre	7,0	5,0	15,6	29,8	(23,3)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	29,2	26,9	24,0	19,4	16,4
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	14,5	13,9	11,6	8,3	6,9
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	18,4	13,5	12,0	8,1	7,0
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	18,4	13,5	12,0	8,1	7,0
EBITDA / Servicio de Deuda	4,2	3,8	3,5	2,9	2,1
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	4,2	3,8	3,5	2,9	2,1
FGO / Cargos Fijos	14,5	13,9	11,6	8,3	6,9
FFL / Servicio de Deuda	0,8	0,6	1,3	1,9	(0,6)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	1,6	1,6	2,5	2,8	(0,1)
FCO / Inversiones de Capital	25,1	7,2	9,7	7,8	1,3
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	0,7	0,7	1,0	1,3	2,2
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,5	0,7	0,9	1,3	2,2
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,3	0,5	0,6	1,0	1,9
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	0,5	0,7	0,9	1,3	2,2
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	0,3	0,5	0,6	1,0	1,9
Costo de Financiamiento Implícito (%)	9,4	9,0	8,0	7,2	7,2
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	34,2	26,0	21,0	17,7	15,3
Balance					
Total Activos	165.697	179.228	185.373	186.862	190.562
Caja e Inversiones Corrientes	9.677	11.749	15.889	11.984	10.249
Deuda Corto Plazo	8.934	9.046	9.159	9.271	13.350
Deuda Largo Plazo	17.202	25.799	34.395	42.992	73.766
Deuda Total	26.136	34.845	43.554	52.263	87.116
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	26.136	34.845	43.554	52.263	87.116
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	26.136	34.845	43.554	52.263	87.116
Total Patrimonio	92.951	94.015	101.478	103.389	82.003
Total Capital Ajustado	119.086	128.860	145.031	155.652	169.119
Flujo de Caja					
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	36.034	45.590	40.509	36.469	33.653
Variación del Capital de Trabajo	137	(1.097)	3.127	1.527	(443)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	36.171	44.493	43.636	37.996	33.210
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	(1)	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(1.442)	(6.189)	(4.521)	(4.856)	(24.916)
Dividendos	(28.100)	(33.743)	(26.500)	(10.550)	(25.309)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	6.628	4.560	12.615	22.590	(17.015)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	0	0	0	0	0
Variación Neta de Deuda	(8.700)	(8.700)	(8.709)	(34.855)	16.187
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0
Variación de Caja	(2.072)	(4.140)	3.906	(12.265)	(828)
Estado de Resultados					
Ventas Netas	95.360	91.383	80.763	75.870	73.124
Variación de Ventas (%)	4,4	13,1	6,4	3,8	3,8
EBIT Operativo	38.582	36.976	36.030	31.229	25.547
Intereses Financieros Brutos	2.661	3.524	3.826	5.024	5.694
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	27.036	26.281	24.588	17.937	14.323

Anexo II. Glosario

- 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: USD 87 MM.
- Precio: 99%
- Tasa de Interés: 7.75% tasa efectiva anual.
- Plazo: 14.5 años.
- Amortización: semestral (marzo y septiembre). El capital comenzó 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: Fidential Servicios Fiduciarios.

Condiciones relevantes (Covenants)

1. Cobertura de servicio de deuda (EBITDA / [capital + intereses]) de 1.50x para los años 2006-2011 / 2015-2021; 1.20x para 2012-2014.
2. Ratio de endeudamiento (pasivos/ [patrimonio + préstamos subordinados otorgados por el grupo]) menor a 3.0x.
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 prendar 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

FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.

El Consejo de Calificación de FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A. (afiliada de Fitch Ratings), en adelante FIX, reunido el **29 de abril de 2019** subió* desde la categoría AA-(uy) hasta la **categoría AA(uy)** a la calificación de emisor y las Obligaciones Negociables por hasta USD 87 millones de **Puerta del Sur S.A. La Perspectiva es Estable**.

Categoría AA(uy): "AA" nacional implica una muy sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. El riesgo crediticio inherente a estas obligaciones financieras difiere levemente de los emisores o emisiones mejor calificados dentro del país.

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)".

FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA

FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA

FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA

Los signos "+" o "-" podrán ser añadidos a una calificación nacional para mostrar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, y no alteran la definición de la categoría a la cual se los añade.

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 anuales auditados al 31/12/2018
--Auditor externo a la fecha del último balance: PricewaterhouseCoopers.
--Información de gestión y estimaciones propias suministrada por la compañía.
--Diversas publicaciones y notas relacionadas al sector.
--Prospecto de emisión de las ON disponible en www.bcu.gub.uy

Criterios Relacionados

Metodología de calificación de finanzas corporativas. Registrado ante el Banco Central del Uruguay, disponible en www.bcu.gub.uy

.Las calificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A (afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX SCR S.A. o la calificadora-, ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación,

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: HTTP://WWW.FIXSCR.COM. ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB WWW.FIXSCR.COM. LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS A LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES, PARA LOS CUALES EL ANALISTA LIDER SE BASA EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A (www.fixscr.com)

Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de calificación.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos sus derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A considera creíbles. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica 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 que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A 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 FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A en el momento de realizar una calificación crediticia será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A 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 que pueden suceder y 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 confirmó una calificación.

La información contenida en este informe recibida del emisor se proporciona sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A y ningún individuo, o grupo de individuos es únicamente responsable por la calificación. La calificación sólo incorpora los riesgos derivados del crédito. En caso de incorporación de otro tipo de riesgos, como ser riesgos de precio o de mercado, se hará mención específica de los mismos. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A no está comprometida en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A estuvieron involucrados en el mismo pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A 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 FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y 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. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A 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. La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A no constituye el consentimiento de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A a usar su nombre en calidad de "experto" en cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de títulos y valores de cualquier jurisdicción, incluyendo, pero no excluyente, las leyes del mercado de Estados Unidos y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y su distribución electrónica, los informes de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.