

Sociedad Concesionaria Autopista del Sol S.A.

Septiembre 2009

Categoría de Riesgo y Contacto			
Tipo de Instrumento	Categoría	Contactos	
Línea de Bonos Tendencia	AAA En Observación con Implicancias Negativas	Gerente a Cargo Analista Teléfono Fax Correo Electrónico Sitio Web	Aldo Reyes D. Gonzalo Neculmán G. 56-2-433 52 00 56-2-433 52 01 ratings@humphreys.cl www.humphreys.cl
EEFF base	30 de junio 2009	Tipo de Reseña	Reseña Anual

Características Bonos Colocados en Chile							
Características de la Deuda							
Series	Valor Nominal (Serie UF)	Valor Par (UF)	Nº Títulos	Valor Nominal (Título UF)	Tasa de interés (%)	Pago de Intereses y Amortización	Fecha Vencimiento
A	4.325.000					Semestral, pago de Intereses y Capital a partir de julio de 2002.	
A1	3.460.000	2.507.981	346	10.000	5,8%		15/01/2018
A2	865.000	626.995	870	1.000	5,8%		15/01/2018
B	1.215.000					Semestral, pago de Intereses y Capital a partir de julio de 2002.	
B1	970.000	904.384	99	10.000	5,8%		15/01/2018
B2	245.000	228.426	245	1.000	5,8%		15/01/2018
C	970.100					Semestral, pago de Intereses y Capital a partir de julio de 2006.	
C1	970.000	1.015.372	970	1.000	4,0%		15-01-2018
C2	100	104	1	100	4,0%		15-01-2018
Inscripción de la Emisión en el Registro de Valores N° 287 con fecha 8 de marzo de 2002 (Series A y B)							
Inscripción de la Emisión en el Registro de Valores N° 464 con fecha 19 de mayo de 2006 (Serie C)							
Valor Par incluye capital e intereses a Agosto de 2009							

Estado de Resultados Individual

Cifras en Miles de \$	2005	2006	2007	2008	Jun-09
Ingreso Operacional	19.372.070	21.831.349	23.197.410	24.646.494	13.513.887
Costo Explotación	-12.158.390	-12.773.369	-13.721.300	-14.453.780	-7.581.982
Gasto Admin. y Venta	-607.722	-604.520	-600.310	-601.792	-289.280
Resultado Operacional	6.605.958	8.453.459	8.875.799	9.590.922	5.642.625
Utilidad Neta	-887.726	1.255.614	2.601.811	2.649.845	2.324.010

Balance General Individual

Cifras en Miles de \$	2005	2006	2007	2008	Jun-09
Activo Circulante	49.008.136	66.200.211	65.087.355	47.026.965	47.533.706
Activo Fijo	110.107.444	99.244.985	95.072.029	95.665.309	92.624.648
Otros Activos	12.936.509	14.979.349	14.293.513	13.725.932	13.120.769
Total Activos	172.052.089	180.424.545	174.452.896	156.418.207	153.279.123
Pasivo Circulante	30.541.842	21.028.936	18.112.304	20.179.546	17.447.557
Pasivo Largo Plazo	107.901.028	124.538.506	118.893.555	113.620.240	110.883.392
Patrimonio	33.609.219	34.857.103	37.447.037	22.618.421	24.948.174
Total Pasivos	172.052.089	180.424.545	174.452.896	156.418.207	153.279.123

Opinión

Fundamento de la Clasificación

Sociedad Concesionaria Autopista del Sol S.A. (Autopista del Sol), como su nombre lo indica, tiene a su cargo la concesión vial, denominada Autopista del Sol. Esta vía, de una longitud de 131.5 kilómetros, se extiende desde Avenida Santa Riquelme (Santiago) hasta Malloco, en su tramo urbano, y desde Malloco hasta San Antonio, en su tramo interurbano.

La clasificación de los bonos, *Categoría AAA*, se fundamenta en el hecho que el pago de los títulos de deuda cuenta con la garantía financiera de Financial Security Assurance Inc., compañía de seguros de Nueva York con experiencia en este tipo de operaciones.

La categoría de riesgo en escala global asignada a la aseguradora es más alta que “Categoría A1” que actualmente ostenta el Gobierno de Chile para sus obligaciones en moneda local (escala global). Sin embargo, la clasificación de la aseguradora está siendo revisada para una posible baja.

La cobertura de la garantía otorgada por Financial Security Assurance Inc. considera el pago de los intereses y amortización de la deuda en caso de incumplimiento parcial o total del emisor, mediante un mecanismo operativo simple y no sujeto a ningún tipo de condicionamiento. En la práctica y descrito sucintamente, si el banco pagador no recibiere con la debida antelación los fondos para el pago de los cupones de los bonos, éste deberá notificar de tal situación al garante, el cual deberá aportar los recursos faltantes para el pago del bono en la fecha estipulada.

Sin perjuicio de lo anterior, las características propias de la concesión otorgan al emisor la fortaleza financiera necesaria para que los títulos de deuda, por si solos, sean calificados al menos en “Grado de Inversión”.

En general, las fortalezas del emisor y de la concesión en particular se basan en la historia de tráfico de la autopista (en operaciones desde 1998), en las perspectivas de crecimiento de su tráfico (motivado por el desarrollo inmobiliario de la zona y la actividad portuaria de San Antonio) y en la existencia de un marco regulador ya probado, que se sustenta en una estructura legal transparente y que contempla mecanismos para dar solución a eventuales controversias.

Definición de Categoría de Riesgo

Categoría AAA

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Hechos Recientes

De acuerdo con la última información disponible, durante los seis primeros meses del año 2009, la empresa generó ingresos de explotación por \$ 13.513 millones lo que representa un incremento real de 6,3% respecto al mismo período del año anterior. En el mismo período, los costos de explotación alcanzaron un monto de \$ 7.581 millones, lo que significó un aumento real de 4,9% respecto de los seis primeros meses del 2008. A junio de 2009, los gastos de administración y ventas sumaron \$ 289.280 mil, lo que representó una disminución real de 4,5% respecto de igual período del año anterior.

El resultado operacional ascendió a \$ 5.642 millones, implicando un aumento real de 8,8% (a junio de 2008 esta cifra ascendió a \$ 5.185 millones). Por su parte, el resultado no operacional arroja un resultado negativo de \$ 2.963 millones, explicado principalmente por los gastos financieros del periodo.

Con todo, la utilidad neta alcanzó \$ 2.324 millones, lo que significó un aumento real de 12,5% en relación a igual fecha del año anterior.

A junio del año 2009, la sociedad concesionaria posee activos por \$ 152.279 millones, con un total de deuda financiera de \$ 116.299 millones y un nivel de patrimonio de \$ 24.948 millones. La inversión en infraestructura alcanza los \$ 130.332 millones.

Antecedentes Generales

Características de la Concesión

La concesión vial, denominada Autopista del Sol, tiene una longitud de 131,5 kilómetros y comprende un tramo urbano, desde Avenida Santa Riquelme (Santiago) hasta Malloco, y un tramo interurbano, desde Malloco hasta San Antonio. La concesión cuenta con 12 plazas de peajes.

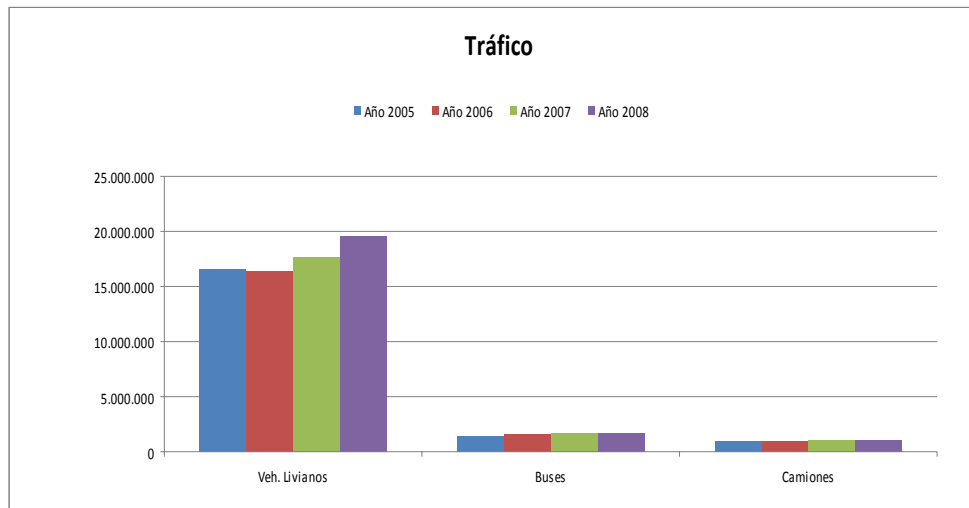
El plazo de la concesión es por un período de 23 años contado de la fecha de la firma del convenio entre el Ministerio de Obras Públicas (MOP) y el concesionario. De esta forma, su extinción está programada para el año 2019. La autopista concesionada se encuentra en operaciones desde 1998, habiéndose terminado la totalidad de las obras requeridas de acuerdo con el convenio original firmado por el MOP. El monto de la inversión fue de US\$ 156.254.613.

La concesión contempla Ingresos Mínimos Garantizados, los cuales para el primer año fueron UF 436.000 con una tasa fija de crecimiento de 4% anual. A la fecha estos ingresos no han sido aplicados.

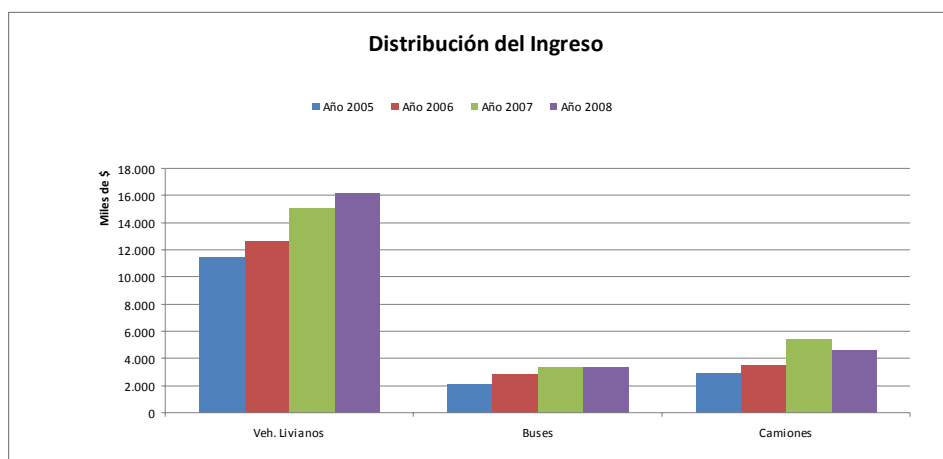
Tráfico

Los flujos de la concesión provienen principalmente del tráfico de vehículos livianos y, en segunda instancia, de la circulación de buses y camiones, en especial de dos ejes.

Además podemos observar un aumento en el tráfico de vehículos livianos en el año 2008, representando un 87,45% del total del tráfico de la autopista. El siguiente gráfico muestra la distribución y evolución del tráfico en los últimos cuatro años.



El año 2008 el pago de peaje de vehículos livianos representa el 66,9% de los ingresos de la concesión, porcentaje que se ha mantenido relativamente estable desde el inicio de operación de la Autopista.



Garantía Financiera

El pago oportuno del capital y los intereses de los bonos a su vencimiento de conformidad con el Calendario de Pagos, es garantizado por Financial Security Assurance quien actúa como garante de la operación.

La operatividad de la póliza de seguros es relativamente simple. En la práctica, en caso que el emisor no entere con seis días de anticipación los fondos necesarios para dar cumplimiento al pago establecido de acuerdo con lo estipulado en la respectiva escritura de emisión de bonos, el banco pagador deberá informar al garante de esta situación al día siguiente de producido el hecho, quien deberá aportar los fondos faltantes dentro de los cuatro días posteriores a la fecha en que tomó conocimiento.

Las Garantías Financieras se registrarán e interpretarán de conformidad con las leyes del Estado de Nueva York, Estados Unidos de América. Cualquier conflicto en virtud de la interpretación de la Garantía Financiera se someterá a un tribunal con jurisdicción sobre el Garante respectivo.

Financial Security Assurance Inc (FSA´s):

Financial Security Assurance Inc (FSA´s) es una compañía de seguros de garantías financieras con sede en Nueva York en operaciones desde el año 1985. La solvencia de la aseguradora ha sido clasificada más alta que "Categoría A1" que actualmente ostenta el Gobierno de Chile para sus obligaciones en moneda local.

Financial Security Assurance Inc. forma parte de un holding internacional, especialista en préstamos municipales, bancos privados, administración de activos y fondos de inversiones.

Patrocinadores

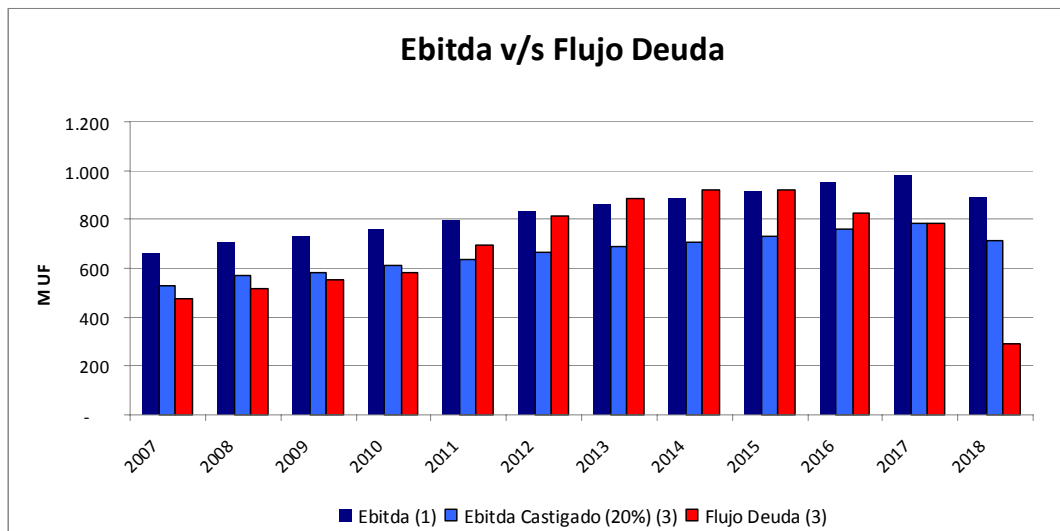
La propiedad de **Autopista del Sol** pertenece en 99,9% a Infraestructura Dos Mil S.A. y en 0,01% a OHL Concesiones S.L.

Accionistas	Propiedad
Infraestructura Dos Mil S.A.	99,9%
OHL Concesiones S.L.	0,1%

Análisis Financiero

Proyecciones de Ebitda y Pago de Bonos

De acuerdo con las proyecciones, el *Ebitda* generado por **Autopista del Sol**, a partir del año 2013 hasta el 2015 presenta un resultado menor que el servicio de la deuda del periodo. Por otro lado, al castigar el Ebitda en un 20% la sociedad concesionaria muestra periodos de poca holgura. Sin embargo, cabe destacar que sin perjuicio de lo anterior, la sociedad posee altos niveles de liquidez, lo cual le da un respaldo para afrontar periodos de stress. Lo descrito, se muestra a continuación.



(1): Corresponde a las proyecciones de Ebitda que hace **Humphreys**, tomado como base los resultados reales y asumiendo un crecimiento de acuerdo a los estudios de tráfico. (2):

(2): Corresponde a (2) castigado en un 20%.

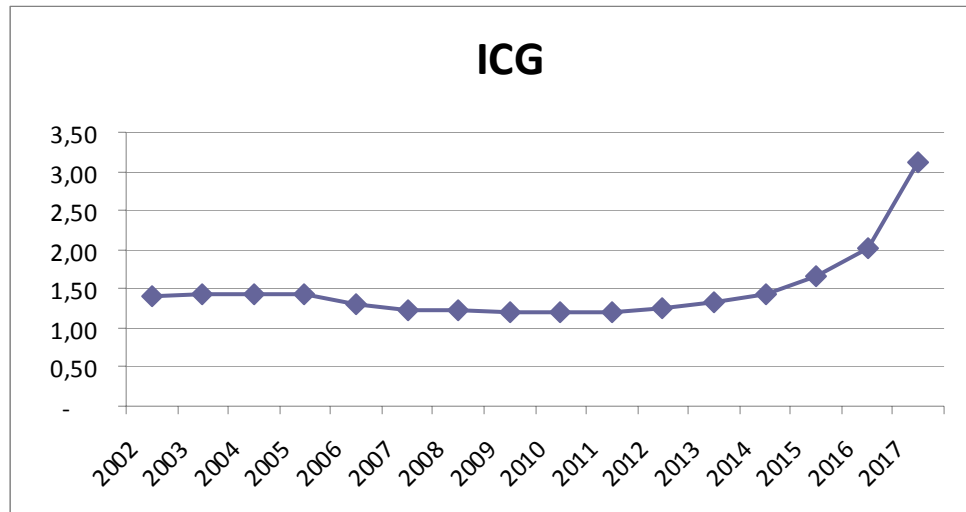
(3): Corresponde a los pagos anuales de la deuda.

Índice de Cobertura Global

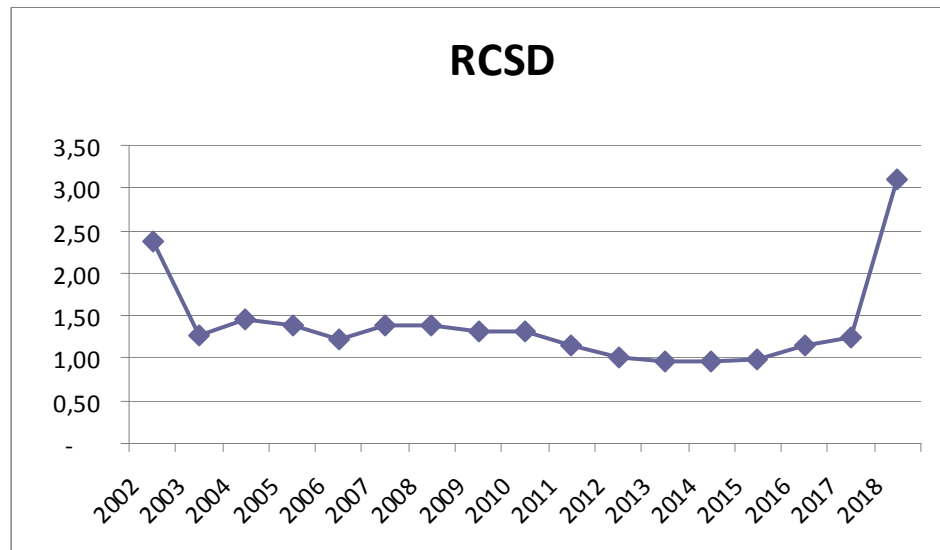
El indicador de cobertura global es calculado como el cociente entre el valor presente del *EBITDA* proyectado para el periodo de vigencia de los bonos, descontado a la tasa de interés de los mismos, y el saldo insoluto de la deuda financiera de la concesionaria. Así, si el indicador muestra una relación mayor a 1, entonces se presume que a compañía no debiera presentar problemas para dar cumplimiento al pago de sus pasivos financieros.

En el caso de **Autopista del Sol**, el indicador se mantiene todo el periodo analizado sobre uno, y con una tendencia al alza, producto de la disminución del saldo insoluto de la deuda con el transcurso de los años y la mantención de los flujos. La evolución y proyección del indicador de cobertura global¹ se muestra a continuación.

¹ Para los años 2005, 2006, 2007 y 2008 se usan los datos reales para el cálculo del indicador; desde 2009 en adelante se proyecta en bases a supuestos utilizados por **Humphreys**.



Por su parte, la razón de cobertura de servicio de la deuda² (RCSD), muestra cuán holgada se encuentra la sociedad en cada periodo para el pago de la deuda con el EBITDA generado.

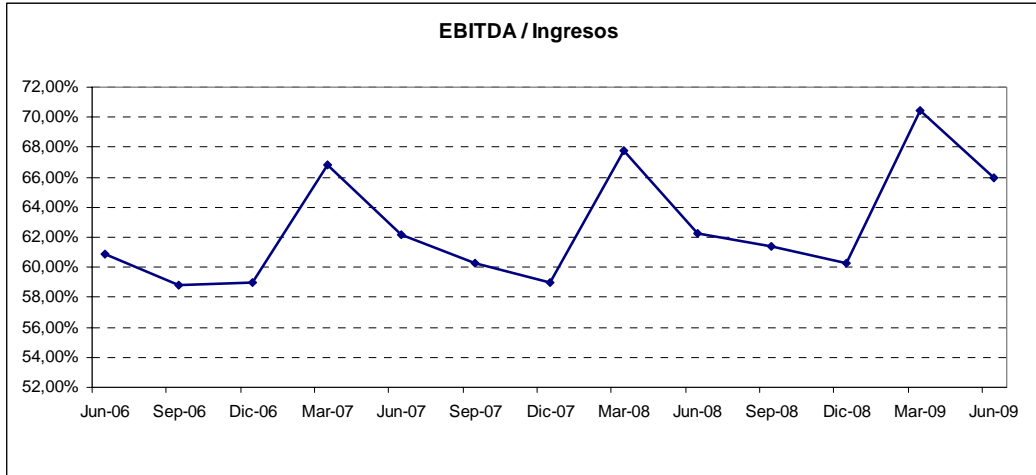


EBITDA

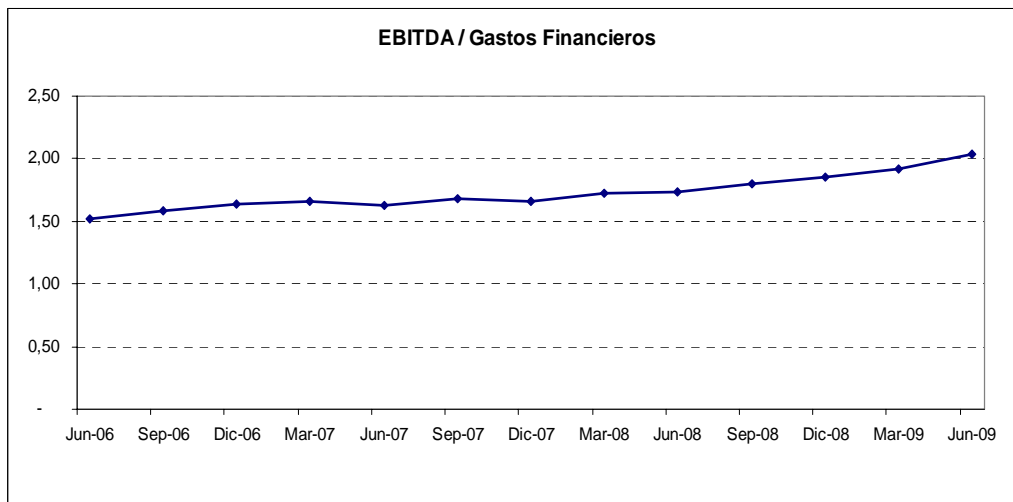
El indicador *Ebitda* sobre ingresos muestra una evolución algo variable a lo largo del tiempo. Podemos observar que este indicador muestra una clara estacionalidad en los primeros tres

² Un indicador sobre 1 muestra que en el periodo se genera suficiente EBITDA para servir la deuda.

meses de cada año, esto producto de la mayor afluencia de vehículos hacia sectores costeros por efecto del periodo de vacaciones en el país. Lo anterior se ve reflejado en el gráfico que sigue.



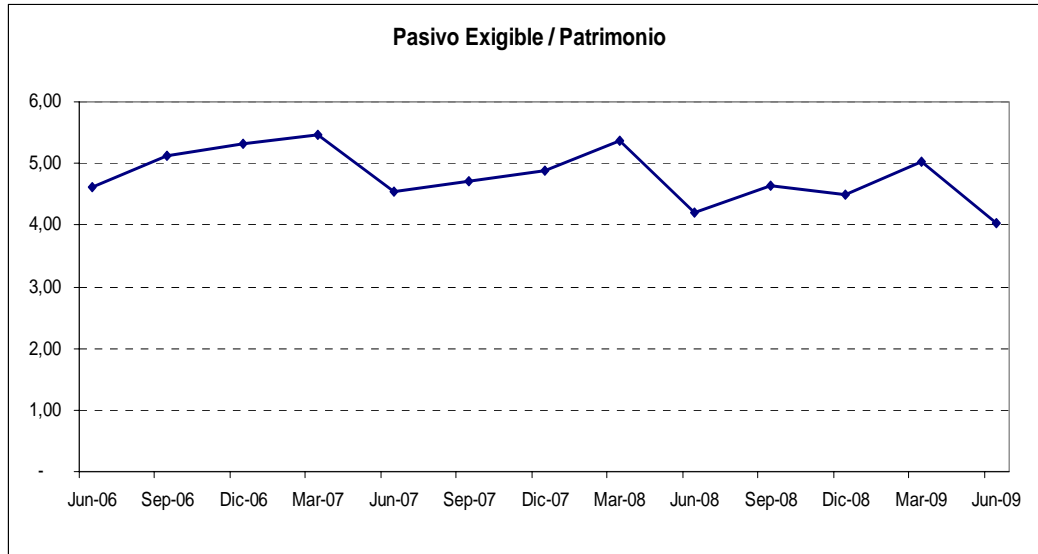
En relación con los gastos financieros, el EBITDA (medido en año móvil) muestra una relación relativamente estable con una leve tendencia al alza, es así como desde junio de 2006 a junio de 2009, este indicador a pasado desde un indicador de 1,5 veces hacia un indicador de 2 veces.



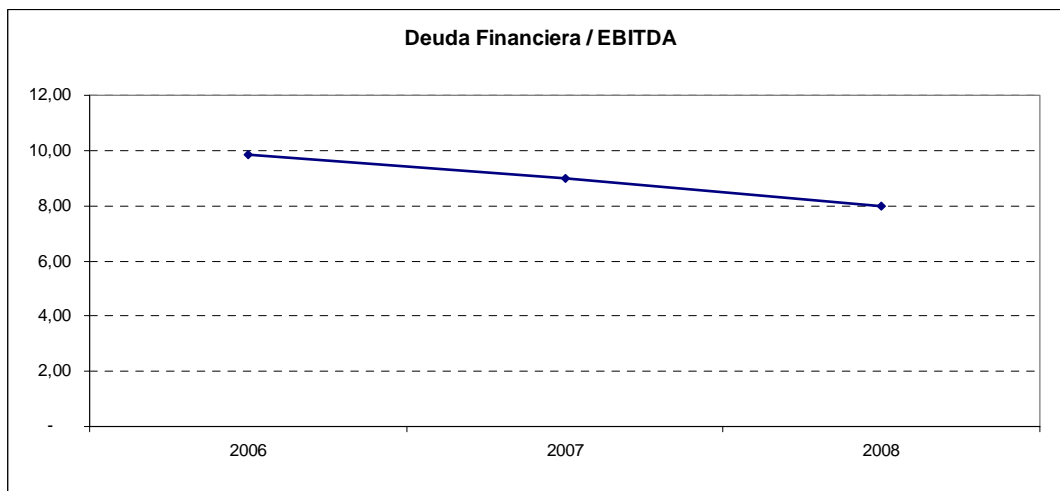
Endeudamiento

El endeudamiento, medido como pasivo exigible sobre patrimonio muestra un indicador variable, producto a cambios en el capital pagado y a la acumulación de utilidades en el patrimonio. En

este sentido es posible observar una disminución de casi un 45% del capital pagado efectuado en marzo de 2008, lo cual se ve reflejado en el indicador en aquella fecha.



La deuda financiera, medida sobre el *Ebitda*, muestra una clara tendencia a la baja año tras año. Esto debido, principalmente al aumento que ha tenido el *Ebitda* en los años de operación.



“La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Superintendencia de

Valores y Seguros y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma"

Anexo 1

Aspectos Legales

Dadas las características del emisor, sociedad que administra obras públicas concesionadas, uno de los cuerpos legales más relevantes para ella dice relación con el D.F.L. MOP N° 164 de 1991 “Ley de Concesiones de Obras Públicas”.

Decreto con Fuerza de Ley N° 164

Las normas que regulan las concesiones de obras públicas están contenidas principalmente en el DFL N° 164 de 1991 del MOP, “Ley de Concesiones de Obras Públicas”.

De acuerdo con las disposiciones legales, el ente adjudicatario de la concesión debe constituirse como sociedad anónima y con el objeto exclusivo de la ejecución y explotación de la obra concesionada, salvo que las bases de licitación dispongan la ampliación del giro de la sociedad.

Derivado del contrato de concesión, la sociedad concesionaria queda obligada a constituir garantías de construcción y de explotación de acuerdo con los montos establecidos en la licitación; junto a ello corresponde la contratación de seguros de responsabilidad civil y de riesgos catastróficos que permitan la reconstrucción de la obra.

Para garantizar el cumplimiento de los estándares definidos para la obra en ejecución, el MOP debe nombrar un inspector fiscal que actuará como fiscalizador de la misma, ello sin perjuicio de las atribuciones propias del Director General de Obras Públicas. En esta etapa, en caso de controversia entre las partes, puede intervenir la Comisión Conciliadora, entidad creada para resolver los conflictos entre los firmantes del convenio de concesión.

Otro aspecto relevante de la ley dice relación con el proceso de expropiación de bienes, el cual se efectúa mediante la declaración de utilidad pública de los mismos. El costo de las expropiaciones es de cargo del concesionario. Sin embargo, el Fisco – como así ocurre en la realidad – puede limitar el valor máximo a pagar asumiendo una porción del total de los desembolsos a efectuar. En la eventualidad que el proceso de expropiación retrase la ejecución de la obra, el MOP debe compensar al concesionario por los perjuicios que tuviere.

En cuanto a los bienes y derechos que la sociedad concesionaria adquiera con motivo del contrato de concesión, no podrán ser enajenados separados a ésta última, hipotecadas o gravadas sin consentimiento del MOP y deben pasar a propiedad del Fisco al término de la concesión. Con todo, en caso de transferencia de la concesión, ésta sólo podrá ser cedida a una persona que cumpla con los requisitos que se hubiesen exigido previamente a los licitantes; asimismo, la concesión podrá ser entregada en prenda con el objeto de financiar la ejecución del proyecto.

Dentro de los derechos de los concesionarios está el percibir los ingresos por el cobro de tarifas en las plazas de peajes circunscritas al área de concesión y otros ingresos derivados de servicios complementarios menores (eje. Publicidad). El cobro de peaje está limitado por el precio máximo establecido en la licitación; no obstante existe un ajuste tarifario periódico equivalente al IPC acumulado en dicho lapso (en el caso de Autopista Américo Vespucio Norte, el reajuste es anual).

El régimen económico del contrato de concesión además puede establecer incentivos por seguridad vial y compensaciones por las obras complementarias que pudiere exigir el MOP, adicionales a las estipuladas en el contrato original.

La duración de la concesión será la establecida en el respectivo contrato y sus complementaciones, si correspondiere. No obstante, la concesión también podrá extinguirse por acuerdo entre las partes, grave incumplimiento del concesionario o por cualquier causal previamente establecida en las bases de licitación.

En caso de acuerdo entre las partes para poner término a la concesión, ésta sólo podrá realizarse si los acreedores alzaren las prendas de obras públicas constituidas en su favor o, en su defecto, si aceptaren por escrito el término anticipado del contrato.

Finalmente, cabe destacar que la ley establece una Comisión Conciliadora cuyo propósito es atender las controversias que se susciten entre las partes por interpretación del contrato de concesión (ejemplo, cuantificación de las compensaciones por obras complementarias o determinación de incumplimientos graves por parte del concesionario). La Comisión la conforman tres profesionales, dos elegidos por cada una de las partes y un tercero de común acuerdo o designado por el Presidente de la Corte de Apelaciones en caso de falta de acuerdo. Su constitución se debe formalizar al inicio de la concesión.

En caso que alguna de las partes recurra a la Comisión, ésta tendrá como función conseguir la conciliación entre los contendientes. De no producirse acuerdo dentro de los 30 días, éstos podrán en el plazo de cinco días solicitar una comisión arbitral o recurrir a la Corte de Apelaciones de Santiago. En el primer caso la comisión arbitral tendrá un plazo de 30 días para resolver, en cuyo período quedarán suspendidas las resoluciones del MOP. La decisión de la comisión no podrá ser objeto de recurso alguno.