



Efecto del terremoto sobre autopista Vespucio Norte

Como es de conocimiento público, el terremoto de febrero de 2010 afectó de manera importante parte de la infraestructura de la autopista, interrumpiendo el normal desplazamiento vehicular y, por ende, disminuyendo temporalmente su tráfico y el nivel de ingreso de la compañía. En la práctica, el movimiento sísmico implicó para la sociedad concesionaria una interrupción parcial de la traza desde el día del terremoto hasta octubre de 2010. Según la última información disponible, la inversión producto de los daños ascendería a UF 1.611.000, de los cuales UF 1.473.000 está cubierta por las pólizas de seguros contratadas. En relación con la pérdida por paralización, la empresa estima un daño bruto de UF 541.000, cuyo deducible asciende a UF 43.000.

La incertidumbre generada en un comienzo llevó que la "Categoría A" asignada a los bonos fuera calificada por **Humphreys** "En Observación con implicancias negativas". Hoy día, con información más objetiva y suficiente, la clasificadora puede confirmar que los efectos finales del terremoto, sobre la capacidad de pago de la empresa, no ameritan un cambio en la clasificación de riesgo de los títulos de deuda, manteniéndose en "Categoría A".

El desarrollo de los hechos confirman la posición de **Humphreys** en cuanto a ponderar mesuradamente los eventos que afectan el pago de un bono, evitando tomar medidas sobre la base de aspectos que tiene un carácter de coyuntural y que pueden ser reversibles, todo lo cual no inhibe el criterio conservador de la clasificadora que fue lo que motivo en su momento calificar la clasificación "En Observación con implicancias negativas".

Por qué los hechos no ameritaron una baja en el rating

No obstante la magnitud del terremoto y el severo impacto en el corto plazo sobre el tráfico de la autopista y los ingresos del emisor (comparando marzo de 2009 y marzo de 2010 el tráfico tuvo caída del 20,3%, medido como IMD), se resolvió mantener la clasificación de riesgo en atención a:

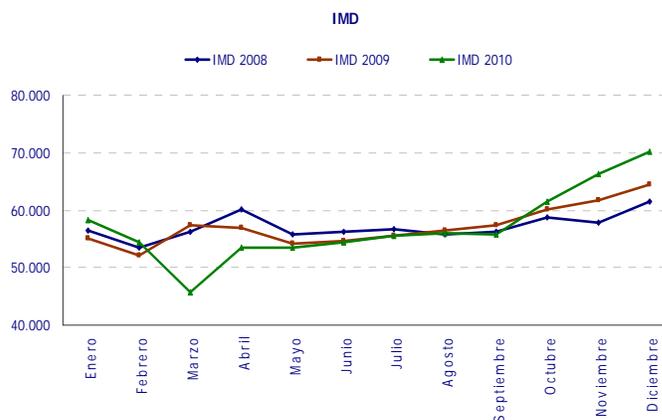
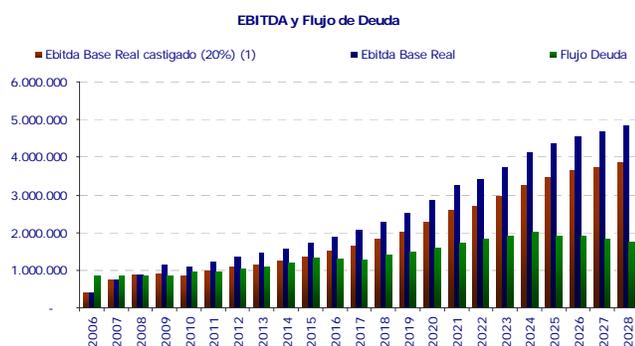
- i) El tráfico se recuperó rápidamente. Aun cuando el IMD acumulado de 2010 fue inferior en 0,2% al del año 2009, ya en octubre es superior en 2,41% al de igual mes del año anterior. En noviembre y diciembre los aumentos son de 7,28% y 8,59%, respectivamente.
- ii) La empresa concesionaria disponía de pólizas seguro que cubrían adecuadamente el riesgo de daños físicos y de pérdida por paralización; por estos conceptos se han recibido como anticipo UF 509.000 y UF 300.000, respectivamente.
- iii) A la fecha la autopista se encuentra en 100% operativa.
- iv) Los contratos suscritos con motivo del financiamiento de la concesión obligan al emisor a mantener una fuerte posición de liquidez. Durante el 2010, no obstante la baja en los flujos generados, se dio cabal cumplimiento a las obligaciones y la sociedad concesionaria terminó el año con la suma de US\$ 51,3 millones en efectivos y equivalentes con una razón circulante de 2,18 veces.
- v) La estructura de los contratos aludidos implican que situaciones de este tipo conlleven efectos negativos a los accionistas que atenúan el impacto en la capacidad de pago de los bonos. Los propietarios no pueden hacer retiros –vía dividendos, disminución de capital o cobro de deuda relacionada- si la empresa no genera un nivel de flujos mínimos, en relación con el pago de cupones de los bonos, y no mantiene provisiones de liquidez mínima.
- vi) Considerando la velocidad de recuperación del tráfico, **Humphreys** estima que la pérdida nominal de flujos representa aproximadamente un 2,3% de los flujos totales esperados durante la vigencia de los bonos (*ceteris paribus* y bajo el supuesto de un año de desfase en la tasa de crecimiento).
- vii) **Humphreys** utiliza el "Indicador de Cobertura Global" como referencia en las clasificaciones de autopista (relaciona el valor actual de los flujos esperados, descontados a la tasa de la deuda, con el saldo insoluto de la misma). El valor de este indicador baja substancialmente por los ajustes realizados a las proyecciones con los antecedentes disponibles en los meses siguientes al sismo; sin embargo, con la información más exacta que posteriormente se tiene permite corregir nuevamente las proyecciones. Finalmente entre diciembre de 2009 y diciembre de 2010 el indicador cae solo desde 1,74 a 1,69 veces, ambos en el rango compatible de la categoría A. Similares conclusiones se obtiene determinado el indicador a través de un modelo dinámico (método de Montecarlos) y calculando el Indicador Global Ajustado (el tratamiento de los flujos esperados es de acuerdo a su riesgo, distinguiendo entre ingresos mínimos garantizados, flujos consolidados y otros conceptos).
- viii) Se refuerza la solidez del tráfico vehicular, ya que a la rápida recuperación pos terremoto, se debe agregar el grado de resistencia mostrado a períodos recesivos, alza en el precio de los combustibles y existencia de rutas alternativas (cabe observar que otras rutas concesionadas también han mostrado su baja exposición a este tipo de eventos).



Perspectivas futuras

Humphreys evalúa los riesgos con criterio conservador, sin por ello perder su objetividad e independencia, al margen de lo mediáticos que puedan resultar algunos hechos en particular con su natural efecto en la percepción de riesgo del momento. Dado ello, las proyecciones que a la fecha está utilizando la clasificadora supone que el menor crecimiento del año 2010 no se recupera en su totalidad (solo en lo ya observado hasta la fecha); no obstante, existen elementos que al menos, desde una perspectiva cualitativa no deben ser ignorados:

- Dado el dinamismo de la recuperación, no se descarta que finalmente el futuro crecimiento IMD compense los menores flujos del 2010.
- Las proyecciones no consideran el impacto que tendría en el tráfico de Vespucio Norte la ejecución de la obra Vespucio Oriente
- El crecimiento del parque automotriz durante el año 2010 en Santiago fue superior al que se estimaba inicialmente y se espera que su dinamismo se mantenga en el tiempo.



- (1) Cabe señalar que caídas de 20% sólo se han dado en caso de terremoto (en tráfico), pero de forma temporal, en el agregado del año, la caída fue menor.

Contacto en **Humphreys**:

Gonzalo Neculmán G.

Teléfono: 562 - 433 5200

E-mail: gonzalo.neculman@humphreys.cl



<http://twitter.com/HumphreysChile>

Clasificadora de Riesgo Humphreys

Isidora Goyenechea #3621 – Of. 1601 - Las Condes - Santiago - Chile

Fono (562) 433 5200– Fax (562) 433 5201

E-mail: ratings@humphreys.cl

<http://www.humphreys.cl>