



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

## Reseña Anual

Analista

Gonzalo Neculmán G.

Tel. 56 – 2 – 433 52 14

gonzalo.neculman@humphreys.cl

## Sociedad Concesionaria Autopista del Sol S.A.

Septiembre 2010

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01  
ratings@humphreys.cl  
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de Bonos Tendencia	<b>AAA</b> <b>En Observación con</b> <b>Implicancias Negativas</b>
EEFF base	30 de junio 2010

Características Bonos Colocados en Chile					
Características de la Deuda					
Serie	Valor Nominal (Serie UF)	Valor Nominal Vigente (UF)	Tasa de emisión (%)	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	2.262.321	6,0%		15-01-2018
A2	865.000	565.580	6,0%		15-01-2018
B	1.215.000			Semestral, pago de Intereses y Capital a partir de julio de 2002.	
B1	970.000	883.593	6,0%		15-01-2018
B2	245.000	223.175	6,0%		15-01-2018
C	970.100			Semestral, pago de Intereses y Capital a partir de julio de 2006.	
C1	970.000	1.047.828	4,0%		15-01-2018
C2	100	108	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)					

Estado de Resultados Individual					
Cifras en Miles de \$	2005	2006	2007	2008	2009
<b>de Jun-10</b>					
Ingreso Operacional	19.657.126	22.152.593	23.538.755	25.009.162	26.554.979
Costo Explotación	-12.337.299	-12.961.327	-13.923.207	-14.666.464	-15.372.148
Gasto Admin. y Venta	-616.664	-613.416	-609.144	-610.647	-587.880
Resultado Operacional	6.703.163	8.577.850	9.006.405	9.732.051	10.594.951
EBITDA	10.652.831	13.064.523	13.878.404	15.082.902	16.979.353
Utilidad Neta	-900.789	1.274.090	2.640.096	2.688.837	3.752.542

### Balance General Individua

Cifras en Miles de \$ de Jun-10	2005	2006	2007	2008	Jun-09
Activo Circulante	49.729.282	67.174.335	66.045.103	47.718.958	51.442.681
Activo Fijo	111.727.654	100.705.356	96.470.996	97.073.006	91.756.809
Otros Activos	13.126.867	15.199.767	14.503.839	13.927.907	12.960.105
<b>Total Activos</b>	<b>174.583.803</b>	<b>183.079.458</b>	<b>177.019.937</b>	<b>158.719.871</b>	<b>156.159.596</b>
Pasivo Circulante	30.991.260	21.338.373	18.378.824	20.476.484	20.956.771
Pasivo Largo Plazo	109.488.771	126.371.067	120.643.051	115.292.140	108.507.133
Patrimonio	34.103.772	35.370.018	37.998.063	22.951.247	26.695.691
<b>Total Pasivos</b>	<b>174.583.803</b>	<b>183.079.458</b>	<b>177.019.937</b>	<b>158.719.871</b>	<b>156.159.596</b>

EERR Consolidado IFRS		
M\$ a junio de 2010	Jun -10	Jun -09
Ingresos de actividades ordinarias	12.363.160	12.045.824
Costo por ventas	4.066.485	3.441.684
Gastos de administración	292.693	290.329
Costos financieros	5.435.333	5.691.978
Ganancia	2.249.477	2.081.910

Balance General Consolidado, IFRS		
MM\$ a junio de 2010	Jun-10	Dic-09
Activos Corrientes	68.232.052	59.604.695
Activos No Corrientes	150.315.067	159.382.513
<b>Total Activos</b>	<b>218.547.119</b>	<b>218.987.208</b>
Pasivos Corrientes	17.485.074	15.322.705
Pasivos No Corrientes	144.023.250	148.875.185
Patrimonio	57.038.795	54.789.318
<b>Total Pasivos y Patrimonio</b>	<b>218.547.119</b>	<b>218.987.208</b>

## 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 de que el pago de los títulos de deuda cuenta con la garantía financiera de Assured Guaranty Corp, compañía de seguros de Maryland con experiencia en este tipo de operaciones, a la que le ha sido asignada una clasificación de riesgo a escala global de “*Categoría Aa3*”, la misma 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 Assured Guaranty Corp 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, deberá notificar de tal situación al garante, el que 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 sí 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 Categorías 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 de 2010 la empresa generó ingresos por actividades ordinarias que ascendieron a \$ 12.363 millones, lo que representa un 2,6% más que los anotados en el mismo periodo del año anterior. En dicho lapso los costos por ventas alcanzaron un monto de \$ 4.066 millones, lo que significó un aumento de 18,1% respecto a aquellos meses del 2009. Por su parte los gastos de administración alcanzaron los \$ 292 millones, implicando un aumento de 0,6% respecto al primer semestre de 2009.

Los costos financieros alcanzaron \$ 5.435 millones durante el primer semestre de 2010, lo que es 4,5% menor a los costos financieros del año anterior, lo que se explica por diferencias de tipo de cambio y en las tasas de interés de los bonos.

La ganancia ascendió a \$ 2.249 millones, implicando un aumento real de 8,0%, producto por mayores gastos financieros y mayor provisión de incobrables.

A junio de 2010 la sociedad concesionaria tenía activos por \$ 218.547 millones, financiados con \$ 161.508 millones de pasivos exigibles y \$ 57.038 millones de patrimonio.

## Antecedentes generales

### Características de la concesión

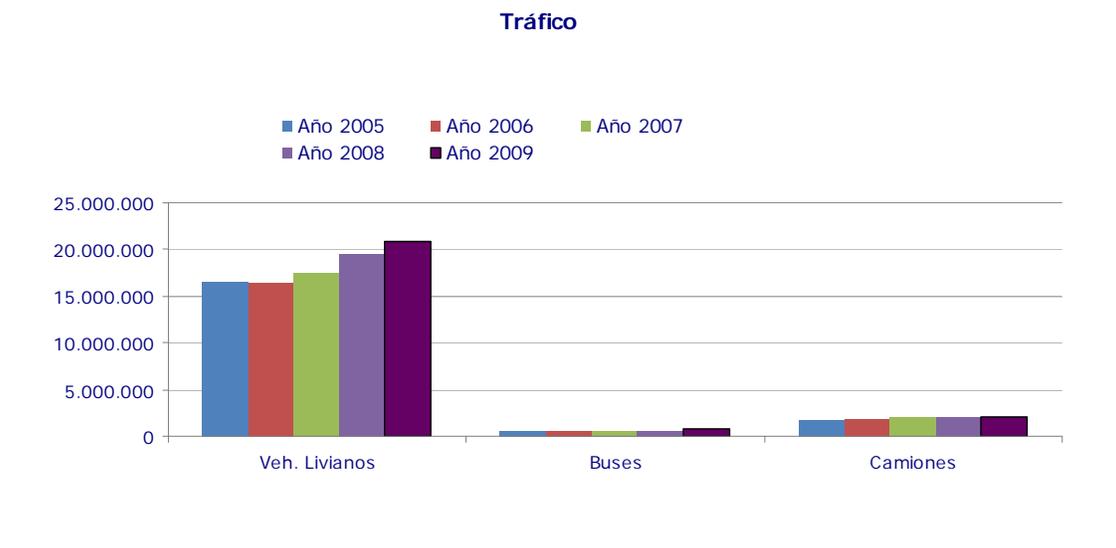
La concesión vial, denominada **Autopista del Sol**, tiene una longitud de 131,5 kilómetros y comprende un tramo urbano, desde Avenida Santa Riquelme (Santiago) hasta Malloco, y un tramo interurbano, desde Malloco hasta San Antonio. La concesión cuenta con doce plazas de peajes.

El plazo de la concesión es 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.

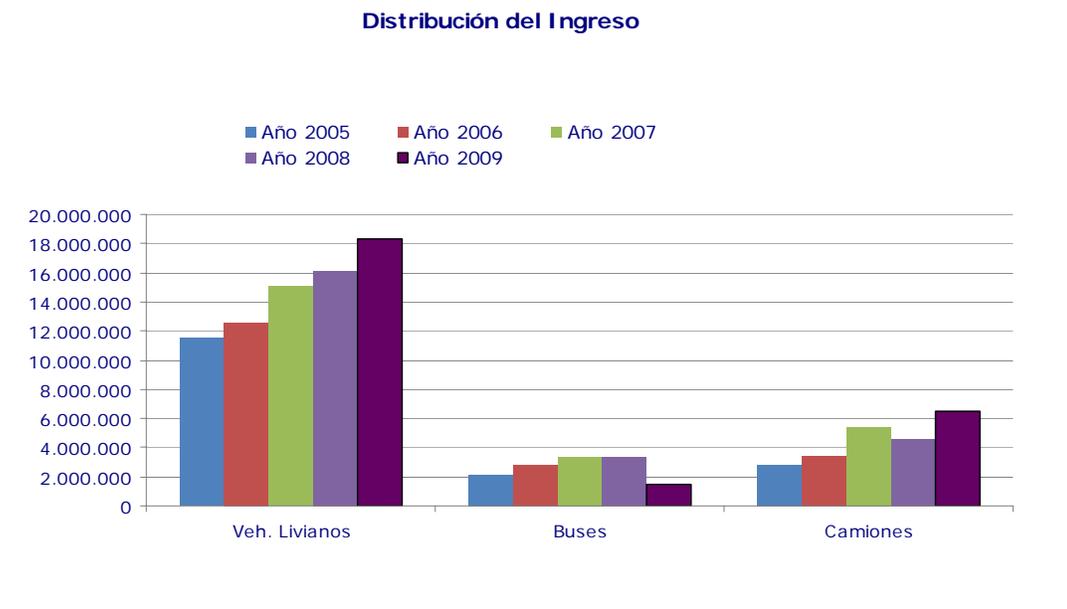
La concesión contempla Ingresos Mínimos Garantizados, los cuales para el primer año fueron de UF 436.000 con una tasa fija de crecimiento de 4% anual. A la fecha estos ingresos no han sido aplicados.

## 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 puede observarse un aumento en el tráfico de vehículos livianos en 2009, representando un 81,59% del total del tráfico de la autopista. El siguiente gráfico muestra la distribución y evolución del tráfico en los últimos cuatro años:



En 2009 el pago de peaje de vehículos livianos representó el 69,3% 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. Esta entidad fue recientemente absorbida por Assured Guaranty, operación que implica que la póliza debe ser cumplida por esta última compañía.

La operatividad de la póliza de seguros es relativamente simple. En la práctica, en caso que el emisor no enterase 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.*

### Assured Guaranty:

Assured Guaranty Corp es una compañía de seguros de garantías financieras con sede en Maryland, con licencia en más de 50 estados y operaciones desde 1988. Esta aseguradora 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.

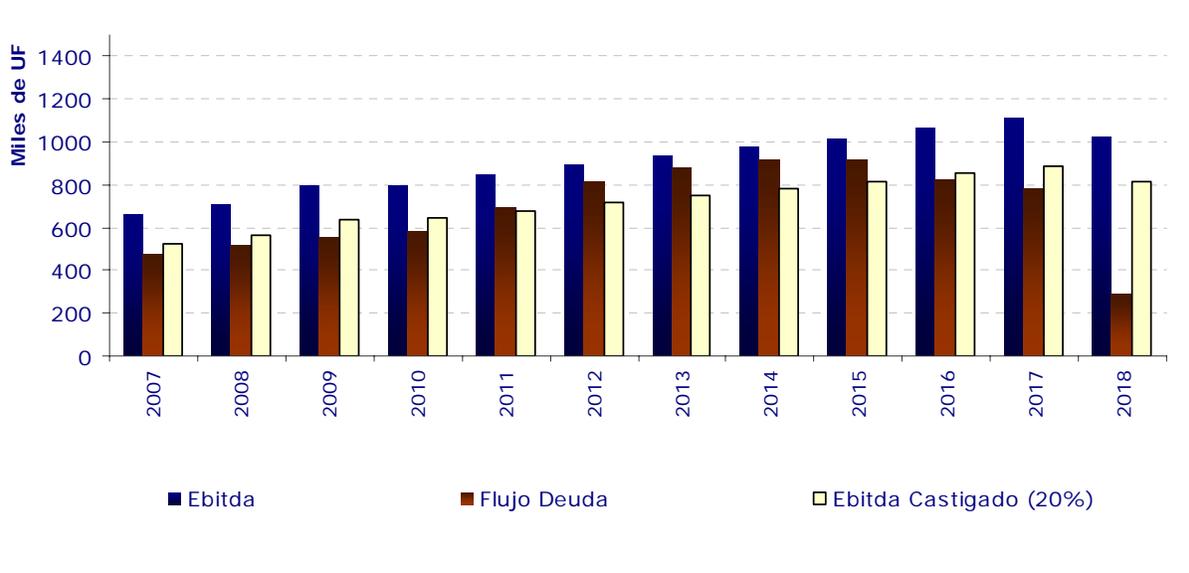
Accionistas	Propiedad
Infraestructura Dos Mil S.A.	99,9%
OHL Concesiones S.L.	0,1%

## Análisis financiero

### Proyecciones de EBITDA y pago de bonos

De acuerdo con las proyecciones, el EBITDA generado por **Autopista del Sol**, al comparársele con otras concesiones de carreteras, es reducido en relación con el monto anual del pago de la deuda, en especial entre 2013 y 2015. En consecuencia, al suponer disminuciones del EBITDA del 20%, la sociedad muestra periodos de fuerte estrechez de flujos. 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*.

### Flujos de Caja Vrs Pago de Deuda



(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.

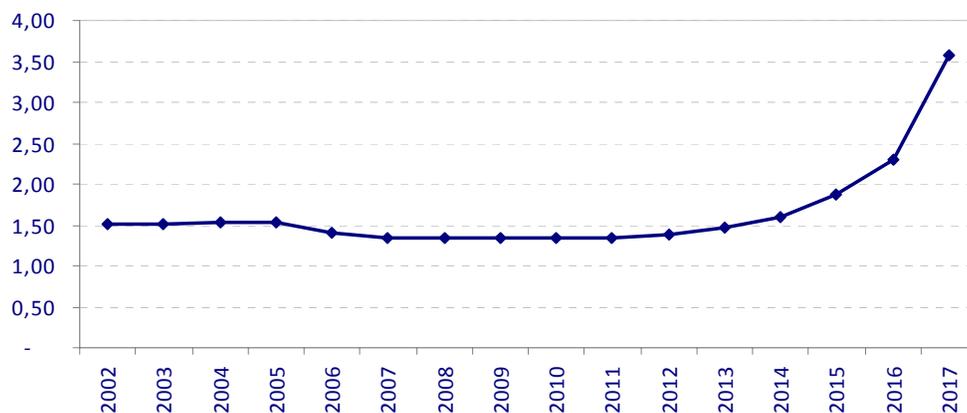
## Índice de cobertura global

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 uno, entonces se presume que –de alcanzarse las perspectivas de flujo de caja- la 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; sin embargo los indicadores de cobertura presentan niveles promedio reducidos en relación con sus pares. La evolución y proyección del indicador de cobertura global<sup>1</sup> se muestra a continuación:

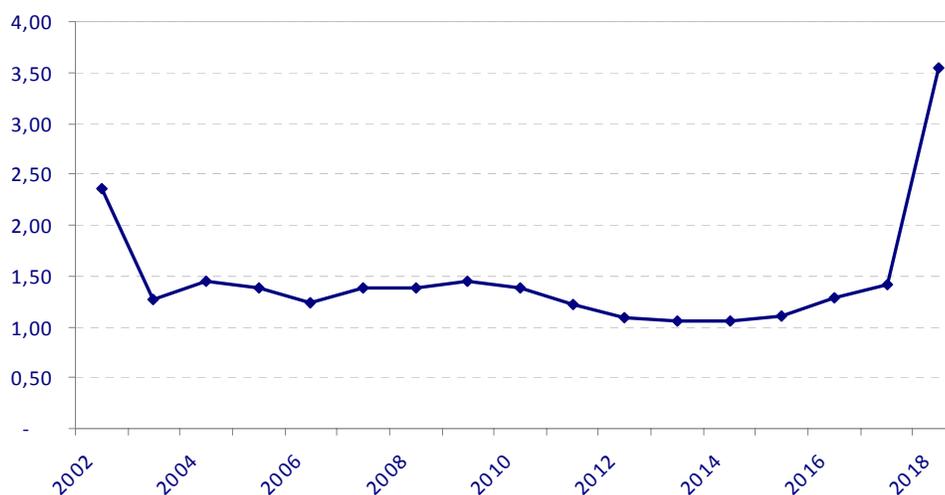
<sup>1</sup> Para los años 2005, 2006, 2007 y 2008 se usan los datos reales para el cálculo del indicador; desde 2009 en adelante se proyecta en bases a supuestos utilizados por *Humphreys*.

**Indice de Cobertura Global**



Por su parte, la razón de cobertura de servicio de la deuda<sup>2</sup> (RCSD) muestra cuán holgada se encuentra la sociedad en cada periodo para el pago de la deuda con el EBITDA generado.

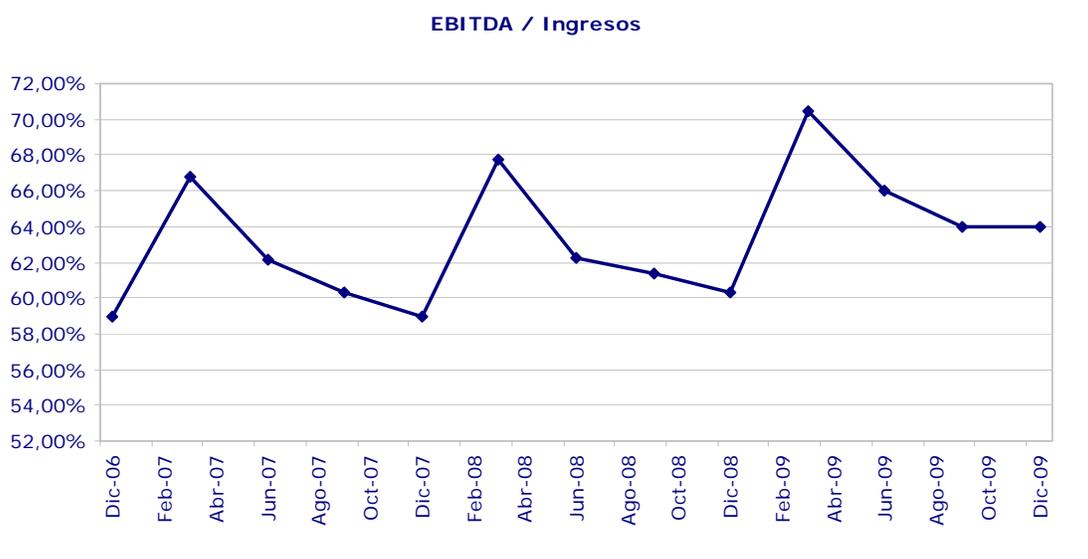
**Razón de Cobertura de Servicio de la Deuda**



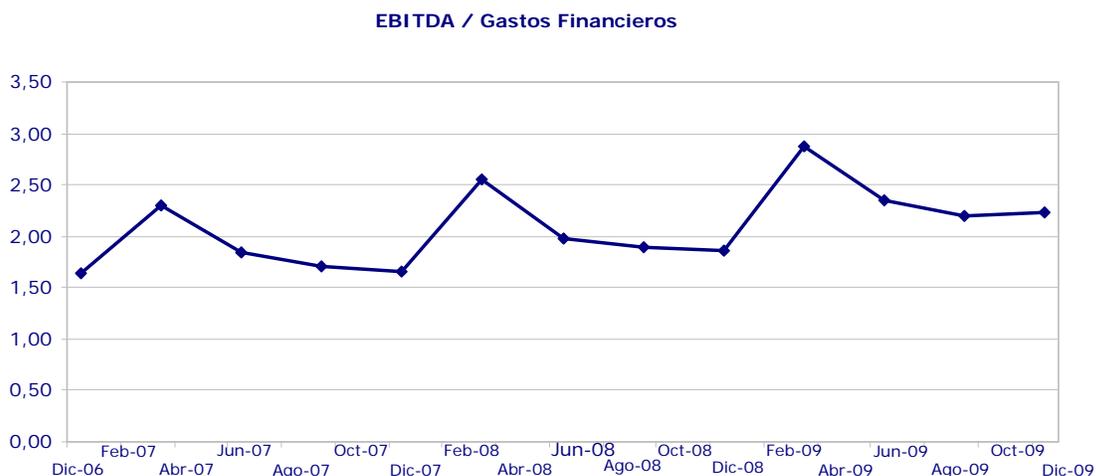
<sup>2</sup> Un indicador sobre uno muestra que en el periodo se genera suficiente EBITDA para servir la deuda.

## EBITDA

El indicador EBITDA sobre ingresos muestra una evolución variable a lo largo del tiempo. Podemos observar que este indicador muestra una clara estacionalidad en los primeros tres meses de cada año, esto producto de la mayor afluencia de vehículos hacia sectores costeros por efecto del periodo de vacaciones en el país, con lo cual el mayor ingreso, producto de aquel hecho, impacta positivamente en la generación de caja. En este sentido, cabe señalar que dada la estructura operativa de este tipo de concesiones, el mayor ingreso impacta fuertemente en mayores flujos de caja, producto que los costos no aumentan en la misma proporción. Lo anterior se ve reflejado en el gráfico que sigue:



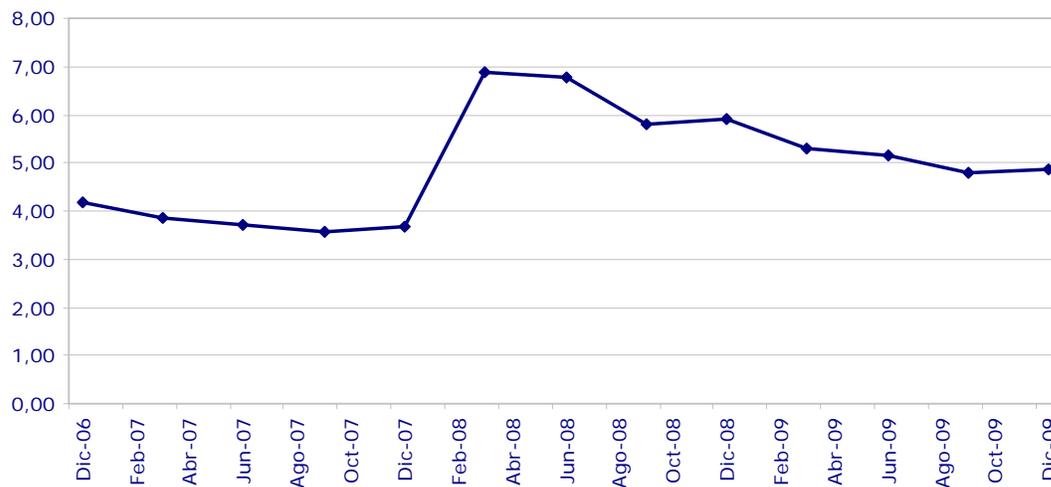
En relación con los gastos financieros, el EBITDA (medido en año móvil) muestra una relación relativamente estable con una leve tendencia al alza, es así como desde junio de 2006 a junio de 2009, este indicador a pasado desde un indicador de 1,5 veces hacia un indicador de cerca de 2,2 veces al año 2009.



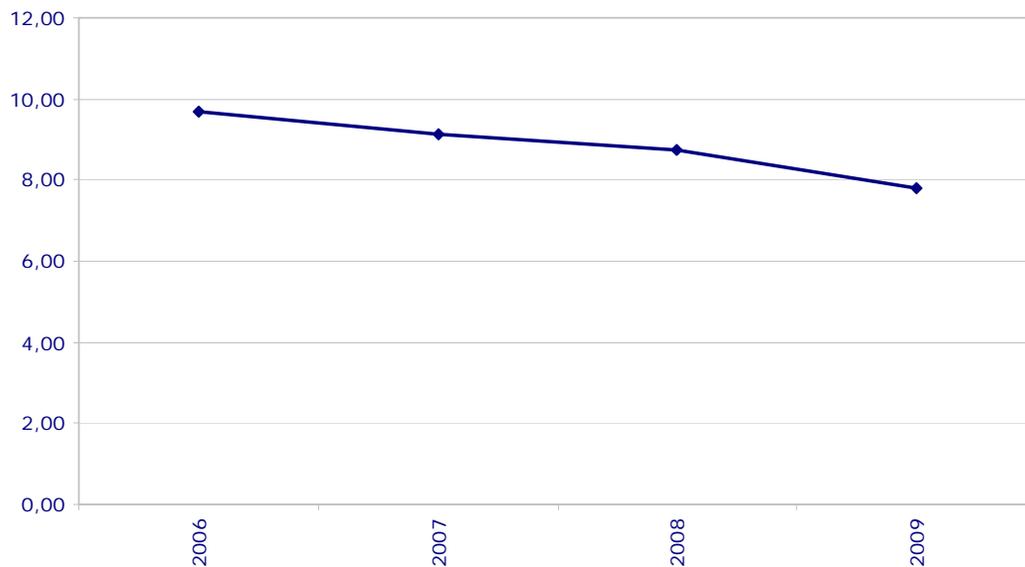
## Endeudamiento

El endeudamiento, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, muestra un indicador variable, producto de 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 de aquella fecha.

### Pasivo Exigible / Patrimonio



### Deuda Financiera / EBITDA



*“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.

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.