



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

A n a l i s t a

Gonzalo Neculmán G.

Tel. 56 – 2 – 433 52 00

gonzalo.neculman@humphreys.cl

## **Sociedad Concesionaria Autopista del Sol S.A.**

Septiembre 2012

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>  30 de junio 2012
EEFF base	

Características Bonos Colocados en Chile					
Características de la Deuda					
Serie	Valor Nominal (Serie UF)	Valor Nominal Vigente (UF) <sup>1</sup>	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	1.694.881	6,0%		15-01-2018
A2	865.000	423.720	6,0%		15-01-2018
B	1.215.000			Semestral, pago de Intereses y Capital a partir de julio de 2002.	
B1	970.000	680.805	6,0%		15-01-2018
B2	245.000	171.956	6,0%		15-01-2018
C	970.100			Semestral, pago de Intereses y Capital a partir de julio de 2006.	
C1	970.000	1.004.580	4,0%		15-01-2018
C2	100	104	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
Ingreso Operacional	16.601.076	19.105.853	21.811.103	25.233.113	26.185.777
Costo Explotación	-10.419.246	-11.178.701	-12.901.298	-14.797.799	-15.158.424
Gasto Admin. y Venta	-520.793	-529.050	-564.435	-616.115	-579.707
Resultado Operacional	5.661.037	7.398.102	8.345.370	9.819.199	10.447.646
EBITDA	8.996.659	11.267.704	12.859.784	15.217.966	16.743.284
Utilidad Neta	-760.745	1.098.859	2.446.323	2.712.915	3.700.369

<sup>1</sup> Agosto de 2012

### Balance General Individual

Cifras en Miles de \$	2005	2006	2007	2008	2009
Activo Circulante	41.997.980	57.935.564	61.197.651	48.146.270	50.727.458
Activo Fijo	94.357.602	86.854.922	89.390.403	97.942.271	90.481.086
Otros Activos	11.086.062	13.109.279	13.439.314	14.052.628	12.779.917
Total Activos	147.441.644	157.899.765	164.027.368	160.141.169	153.988.461
Pasivo Circulante	26.173.117	18.403.616	17.029.890	20.659.846	20.665.403
Pasivo Largo Plazo	92.466.793	108.990.719	111.788.324	116.324.553	106.998.525
Patrimonio	28.801.734	30.505.430	35.209.154	23.156.770	26.324.533
Total Pasivos	147.441.644	157.899.765	164.027.368	160.141.169	153.988.461

EERR Consolidado IFRS			
M\$	Dic-10	Dic-11	Jun-12
Ingresos de actividades ordinarias	24.857.820	25.026.486	14.164.117
Costo por ventas	-8.289.879	-8.597.258	-4.844.012
Gastos de administración	-595.329	-617.643	-350.248
Costos financieros	-10.828.746	-10.615.296	-5.052.595
Ganancia	5.209.077	6.284.188	4.887.597

Balance General Consolidado, IFRS			
MM\$	Dic-10	Dic-11	Jun-12
Activos Corrientes	91.019.891	90.854.400	94.057.608
Activos No Corrientes	133.668.682	125.325.475	115.082.179
Total Activos	224.688.573	216.179.875	209.139.787
Pasivos Corrientes	22.395.540	29.549.660	29.038.446
Pasivos No Corrientes	142.294.638	122.525.927	132.805.006
Patrimonio	59.998.395	53.825.209	57.575.414

## 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 Isabel Riquelme (Santiago) hasta Malloco, en su tramo urbano, y desde Malloco hasta San Antonio, en su tramo interurbano.

Durante el año 2011 el emisor generó ingresos por US\$ 48,2 millones y obtuvo un EBITDA por US\$ 37,9 millones. A junio de 2012 la sociedad mantiene una deuda financiera de US\$ 185,0 millones, en donde el máximo servicio anual, el año 2015, es equivalente al 118% del EBITDA del año 2011.

La clasificación de los bonos en "*Categoría AAA*", se fundamenta en el hecho de que el pago de los títulos de deuda cuenta con la garantía financiera de Assured Guaranty Municipal Corporation, compañía de seguros de Maryland con experiencia en este tipo de operaciones, a la que le ha sido asignada una clasificación de riesgo en escala global de "*Categoría Aa3*", la misma que actualmente ostenta el Gobierno de Chile para sus obligaciones en moneda local (escala global).

Cabe destacar que la clasificación de la sociedad aseguradora está siendo revisada para una posible baja por una agencia de *rating* internacional, dado ello la perspectiva de la clasificación del bono local ha sido calificada "En observación con implicancias desfavorables".

La cobertura de la garantía otorgada por Assured Guaranty Municipal Corporation 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.

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 2012 la empresa generó ingresos por actividades ordinarias que ascendieron a \$ 14.164 millones, lo que representa un 14,4%% más que los anotados en el mismo periodo del año anterior. En dicho lapso los costos por ventas alcanzaron un monto de \$ 4.844 millones, lo que significó un aumento de 18,5% respecto a aquellos meses del 2011. Por su parte los gastos de administración alcanzaron los \$ 350 millones, implicando un aumento de 18,9% respecto al primer semestre de 2011.

Los costos financieros alcanzaron \$ 5.052 millones durante el primer semestre de 2012, lo que es 4,3% menor a los costos financieros del año anterior, lo que se explica por diferencias inflación y menor capital.

La ganancia ascendió a \$4.887 millones, implicando un aumento de 97,4%, producido principalmente por mayores ingresos de explotación producto de aumento del tráfico vehicular y mayores ingresos financieros.

A junio de 2012 la sociedad concesionaria tenía activos por \$ 209.139 millones, financiados con \$ 151.564 millones de pasivos exigibles y \$ 57.575 millones de patrimonio.

## Antecedentes generales

### Características de la concesión

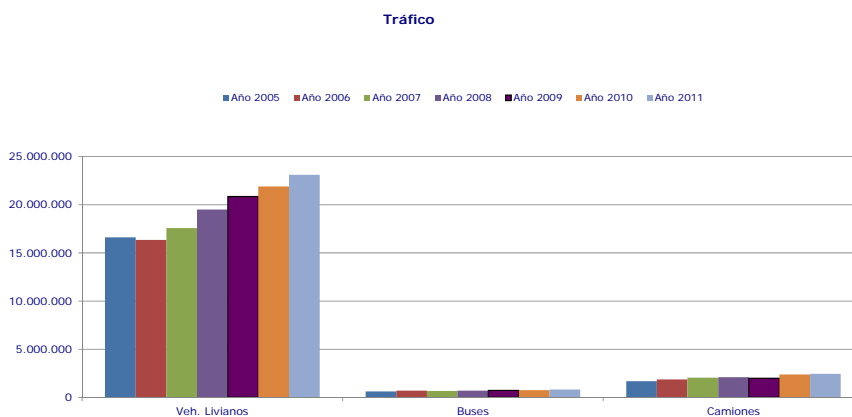
La concesión vial, denominada **Autopista del Sol**, tiene una longitud de 131,5 kilómetros y comprende un tramo urbano, desde Avenida Isabel Riquelme (Santiago) hasta Malloco, y un tramo interurbano, desde Malloco hasta San Antonio. La concesión cuenta con doce plazas de peajes.

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 (IMG), 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. Los vehículos que representan una mayor proporción del tráfico son los livianos que representan un 87,6% del total de la autopista a 2011. Puede observarse un aumento contante en el tráfico de vehículos durante el periodo 2005 a 2011. El siguiente gráfico muestra la distribución y evolución del éste en los últimos seis años:



## Garantía Financiera

El pago oportuno del capital y los intereses de los bonos a su vencimiento de conformidad con el calendario de pagos fue garantizado, desde el inicio de la estructura financiera, por Financial Security Assurance. Esta entidad fue recientemente fusionada con Assured Guaranty Municipal Corp quien asume, sin excepción alguna, todas y cada una de las obligaciones que contempla la póliza de seguros.

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.

La garantía financiera se rige e interpreta 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 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

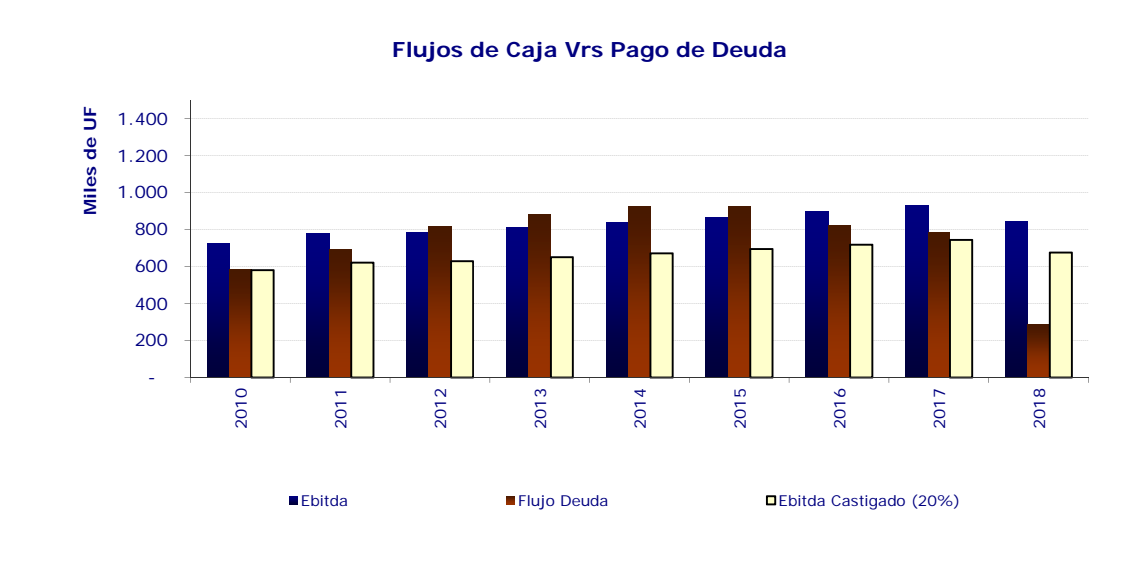
La propiedad de **Autopista del Sol** pertenece en 99,9% a Infraestructura Dos Mil S.A. y en 0,01% a OHL Concesiones S.L.

Accionistas	Propiedad
Infraestructura Dos Mil S.A.	99,9%
OHL Concesiones S.A.U.	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 2012 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*. El siguiente gráfico ilustra lo anterior.



(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%.

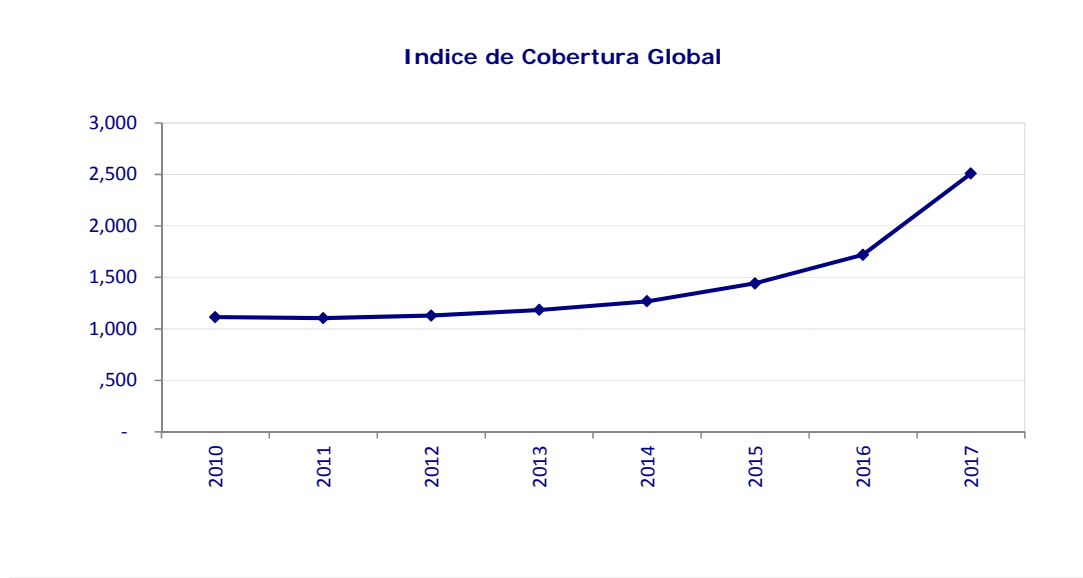
(3): Corresponde a los pagos anuales de la deuda.



## Índice de cobertura global

El indicador de cobertura global es calculado como el cociente entre el valor presente del EBITDA proyectado<sup>2</sup> 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 se muestra a continuación:

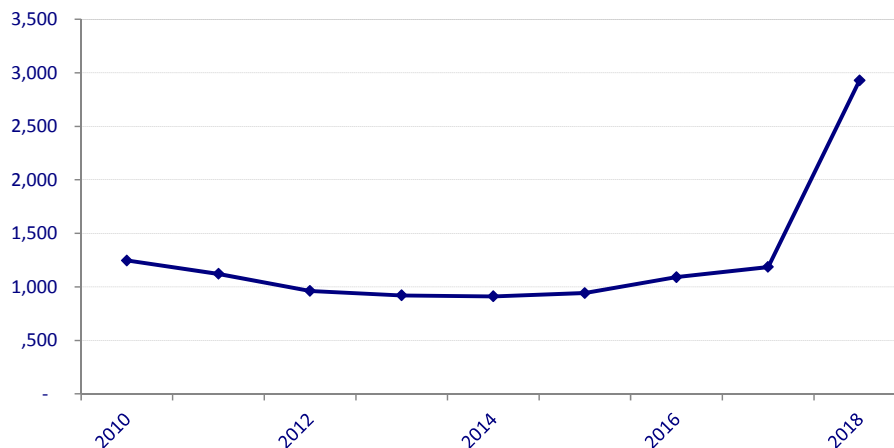


Por su parte, la razón de cobertura de servicio de la deuda<sup>3</sup> (RCSD) muestra cuán holgada se encuentra la sociedad en cada periodo para el pago de la deuda con el EBITDA generado.

<sup>2</sup> Es importante señalar que para el índice de cobertura global y la razón de cobertura de servicio de la deuda, las proyecciones del EBITDA son realizadas internamente por la Clasificadora y no necesariamente corresponden a las proyecciones que posee la sociedad concesionaria.

<sup>3</sup> Un indicador sobre uno muestra que en el periodo se genera suficiente EBITDA para servir la deuda.

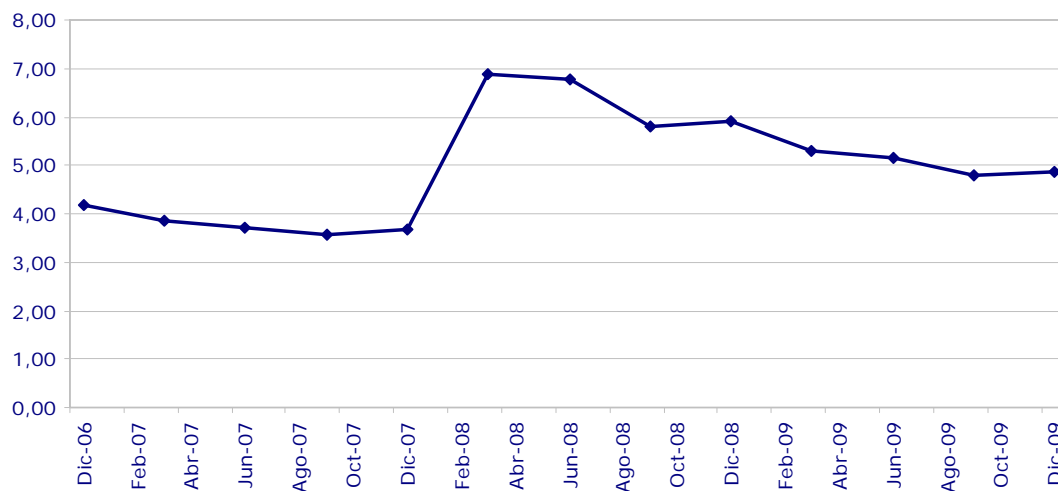
**Razón de Cobertura de Servicio de la Deuda**



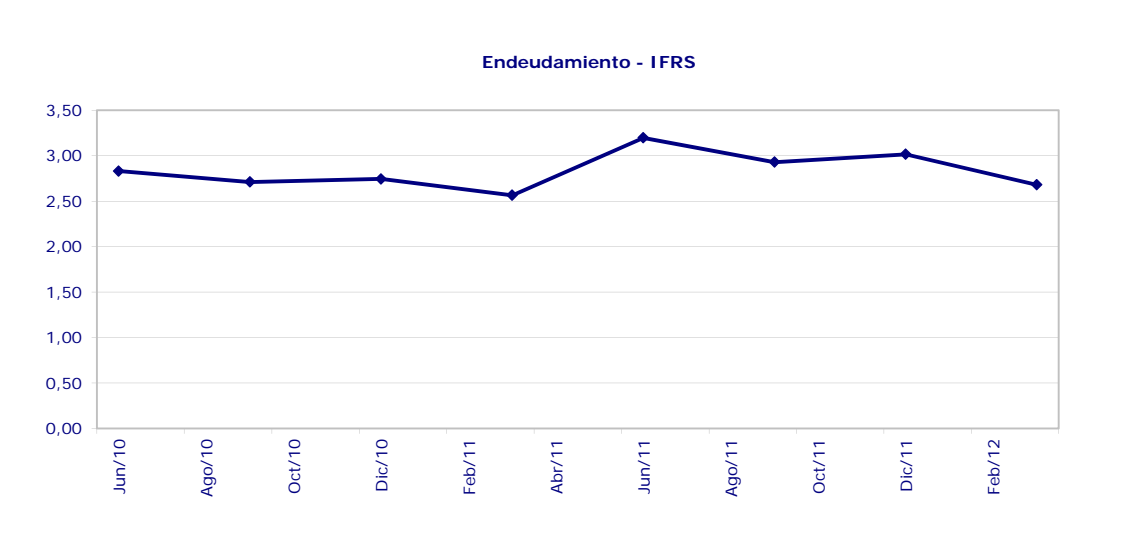
## Endeudamiento

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**



En relación al endeudamiento bajo la norma IFRS, se ve una caída respecto a la norma anterior, esto se produce principalmente por el ajuste realizado, producto de la aplicación del nuevo criterio, en la cual el patrimonio se vio aumentado al aplicar ajustes por la obra original y por convenios complementario dados por la CINIIF 12.



*“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”.*