



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analista

Ignacio Peñaloza F.

Tel. 56 – 2 – 2433 52 00

ignacio.penalozahumphreys.cl

Sociedad Concesionaria Autopista del Sol S.A.

Septiembre 2013

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 2433 52 00 – Fax 2433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Serie de Bonos Tendencia	AA+ Estable
EEFF base	30 de junio 2013

Características Bonos Colocados en Chile					
Características de la Deuda					
Serie	Valor Nominal (Serie UF)	Valor Nominal Vigente (UF) ¹	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	1.573.781	5,8%		15-01-2018
A2	865.000	393.445	5,8%		15-01-2018
B	1.215.000			Semestral, pago de Intereses y Capital a partir de julio de 2002.	
B1	970.000	581.292	5,8%		15-01-2018
B2	245.000	146.821	5,8%		15-01-2018
C	970.100			Semestral, pago de Intereses y Capital a partir de julio de 2006.	
C1	970.000	939.580	4,0%		15-01-2018
C2	100	97	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	2010
Ingreso Operacional	16.601.076	19.105.853	21.811.103	25.233.113	26.185.777	24.857.820
Costo Explotación	-10.419.246	-11.178.701	-12.901.298	-14.797.799	-15.158.424	-8.289.879
Gasto Admin. y Venta	-520.793	-529.050	-564.435	-616.115	-579.707	-595.329
Resultado Operacional	5.661.037	7.398.102	8.345.370	9.819.199	10.447.646	15.972.612
EBITDA	8.996.659	11.267.704	12.859.784	15.217.966	16.743.284	19.735.339
Utilidad Neta	-760.745	1.098.859	2.446.323	2.712.915	3.700.369	5.209.077

¹ Agosto de 2013

Balance General Individual

Cifras en Miles de \$	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Activo Circulante	41.997.980	57.935.564	61.197.651	48.146.270	50.727.458	91.019.891
Activo Fijo	94.357.602	86.854.922	89.390.403	97.942.271	90.481.086	114.486.151
Otros Activos	11.086.062	13.109.279	13.439.314	14.052.628	12.779.917	19.182.531
Total Activos	147.441.644	157.899.765	164.027.368	160.141.169	153.988.461	224.688.573
Pasivo Circulante	26.173.117	18.403.616	17.029.890	20.659.846	20.665.403	22.395.540
Pasivo Largo Plazo	92.466.793	108.990.719	111.788.324	116.324.553	106.998.525	142.294.638
Patrimonio	28.801.734	30.505.430	35.209.154	23.156.770	26.324.533	59.998.395
Total Pasivos	147.441.644	157.899.765	164.027.368	160.141.169	153.988.461	224.688.573

EERR Consolidado IFRS			
M\$	Dic-11	Dic-12	Jun-13
Ingresos de actividades ordinarias	25.026.486	33.205.592	14.438.670
Costo por ventas	-8.597.258	-8.979.657	-4.632.061
Gastos de administración	-617.643	-720.465	-309.543
Costos financieros	-10.615.296	-9.743.735	-4.271.682
Ganancia	6.284.188	13.611.478	5.583.973

Balance General Consolidado, IFRS			
MM\$	Dic-11	Dic-12	Jun-13
Activos Corrientes	96.936.591	115.138.146	115.357.449
Activos No Corrientes	119.911.111	91.293.915	83.892.192
Total Activos	216.847.702	206.432.061	199.249.641
Pasivos Corrientes	28.562.135	24.903.242	24.141.781
Pasivos No Corrientes	134.472.048	119.324.657	108.265.373
Patrimonio	53.813.519	62.204.162	66.842.487

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.

La categoría de riesgo asignada a los bonos emitidos por Autopista del Sol, responde a la capacidad de pago de Assured Guaranty Municipal Corp, garante de los títulos de deuda, y al nivel de solvencia del emisor. De acuerdo con los procedimientos de **Humphreys**, y en base al análisis de probabilidad de default conjunta de la aseguradora y la concesionaria, se ha estimado que el instrumento se asimila a una clasificación en escala local en "Categoría AA+".

La adecuada capacidad de pago de Assured Guaranty Municipal Corp. queda reflejada en su *rating* en escala global, el cual asciende a "Categoría A2".

La cobertura de la garantía otorgada por Assured Guaranty Municipal 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.

Por su parte, 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 (favorecidas 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.

También, la evaluación incorpora como elemento positivo la obligación del emisor, dado los términos de la estructura de financiamiento, de privilegiar su liquidez.

Durante el año 2012, el emisor generó ingresos por US\$ 69,1 millones y obtuvo un EBITDA por US\$ 56,1 millones. A diciembre de 2012, la sociedad mantiene una deuda financiera de US\$ 182,8 millones, cuyo máximo servicio anual, el año 2015, es equivalente al 93% del EBITDA del año 2012.

Definición de categorías de riesgo

Categoría AA

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.

"+" : Corresponde a los títulos de deuda con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

Hechos recientes

De acuerdo con la última información disponible, durante los seis primeros meses de 2013 la empresa generó ingresos por actividades ordinarias que ascendieron a \$ 14.439 millones, lo que representa un 1,94% más que los anotados en el mismo periodo del año anterior. En dicho lapso los costos por ventas alcanzaron un monto de \$ 4.632 millones, lo que significó una disminución de 4,38% respecto a aquellos meses del 2012. Por su parte los gastos de administración alcanzaron los \$ 310 millones, implicando una disminución de 11,62% respecto al primer semestre de 2012.

Los costos financieros alcanzaron \$ 4.272 millones durante el primer semestre de 2013, lo que es 15,46% menor a los costos financieros del año anterior, lo que se explica por diferencias de inflación y menor capital.

La ganancia ascendió a \$5.584 millones, implicando un aumento de 14,25%, producido principalmente por mayores ingresos de explotación producto de aumento del tráfico vehicular, tarifas y mayores ingresos financieros.

A junio de 2013 la sociedad concesionaria tenía activos por \$ 199.250 millones, financiados con \$ 132.407 millones de pasivos exigibles y \$ 66.843 millones de patrimonio.

Antecedentes generales

Características de la concesión

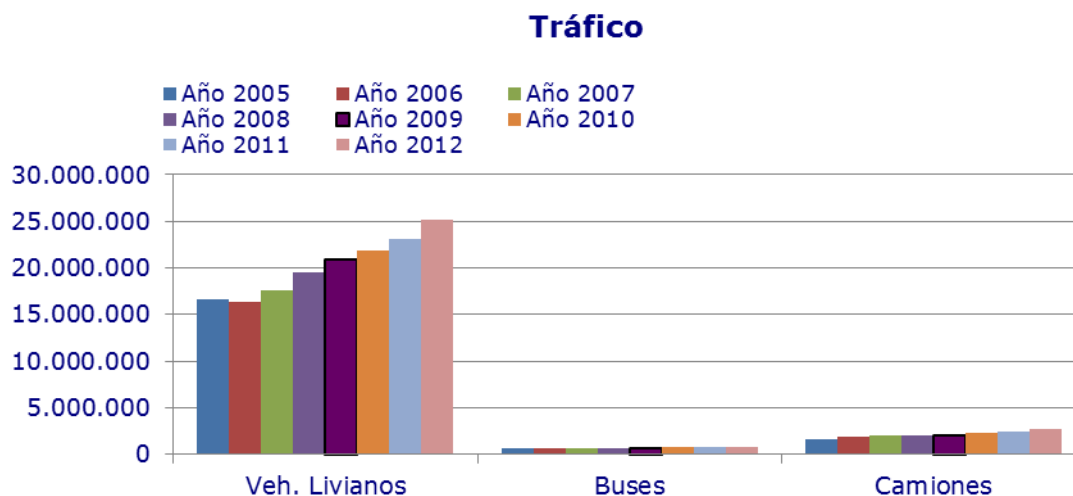
La concesión vial, denominada **Autopista del Sol**, tiene una longitud de 131,5 kilómetros y comprende un tramo urbano, desde Avenida Isabel Riquelme (Santiago) hasta Malloco, y un tramo interurbano, desde Malloco hasta San Antonio. La concesión cuenta con 11 plazas de peajes.

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 87,8% del total de la autopista a 2012. Puede observarse un aumento constante en el tráfico de vehículos durante el periodo 2005 a 2012. El siguiente gráfico muestra la distribución y evolución de éste en los últimos siete 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

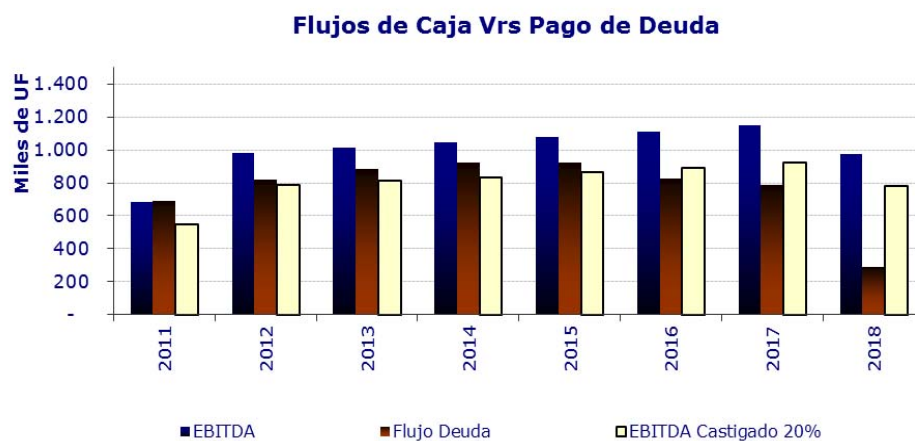
La propiedad de **Autopista del Sol** pertenece en 99,9% a Infraestructura Dos Mil S.A. y en 0,01% a Abertis Infraestructuras S.A., que a través de Abertis Autopistas Chile III SpA adquirió el pasado 20 de diciembre de 2012 la totalidad de la propiedad que OHL Concesiones Chile S.A. poseía.

Accionistas	Propiedad
Infraestructura Dos Mil S.A.	99,9%
Abertis Infraestructuras S.A.	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*. El siguiente gráfico ilustra lo anterior.



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

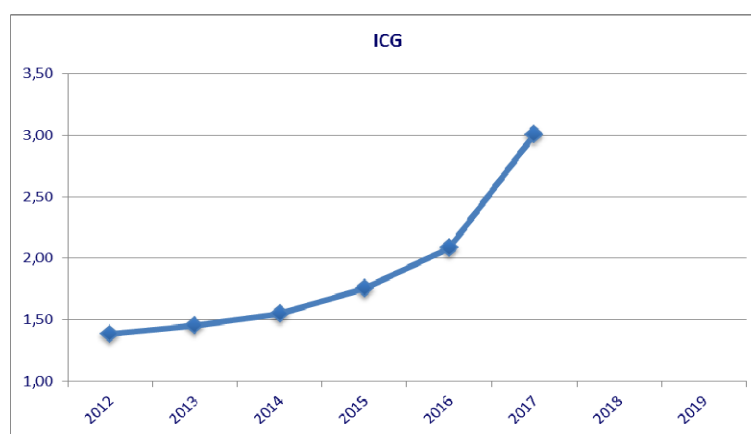
(2): Corresponde a los pagos anuales de la deuda.

(3): Corresponde a (1) castigado en un 20%.

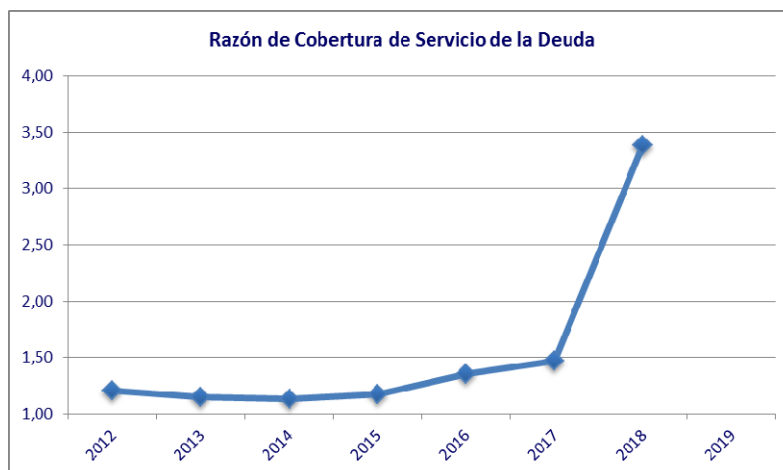
Índice de cobertura global

El indicador de cobertura global es calculado como el cociente entre el valor presente del EBITDA proyectado² 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 (bajo el supuesto de un adecuado calce de flujos).

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 deuda³ (RCSD) muestra cuán holgada se encuentra la sociedad en cada periodo para el pago de la deuda con el EBITDA generado.

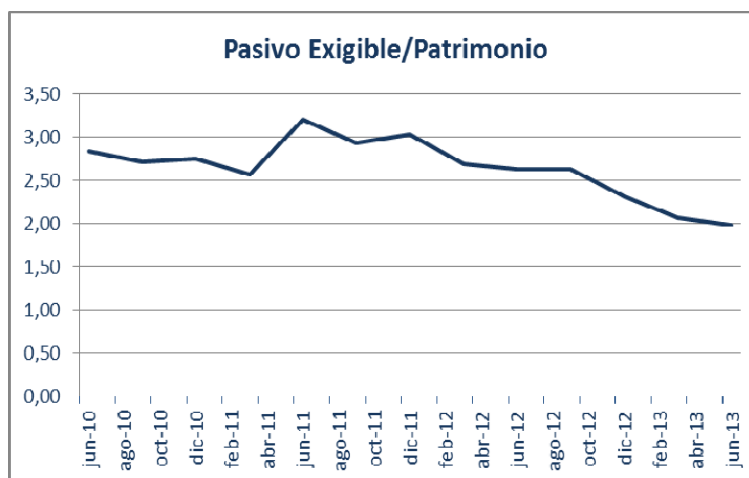


² Es importante señalar que para el índice de cobertura global y la razón de cobertura de servicio de la deuda, las proyecciones del EBITDA son realizadas internamente por la Clasificadora y no necesariamente corresponden a las proyecciones que posee la sociedad concesionaria.

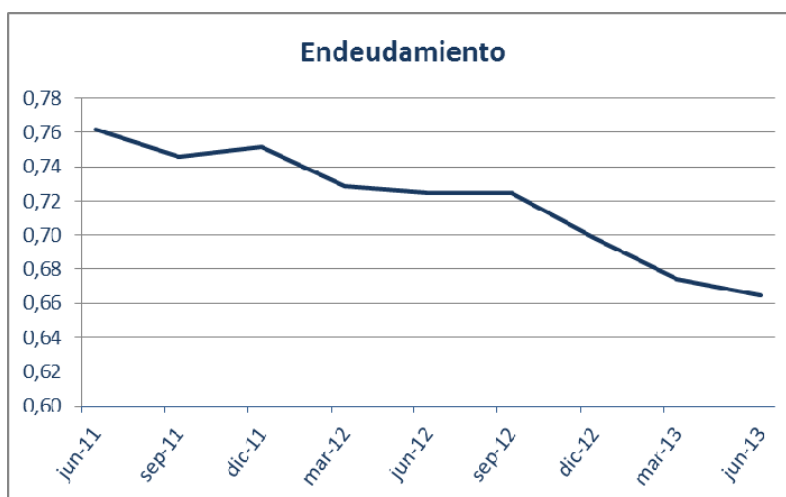
³ Un indicador sobre uno muestra que en el periodo se genera suficiente EBITDA para servir la deuda.

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. Se ha mantenido estable, pero con tendencia a la baja, mostrando un leve mejoramiento en la posición financiera.



En la misma línea, la razón de endeudamiento, medida como el total de pasivos sobre el total de activos, muestra trimestralmente en los dos últimos años una clara tendencia a la baja. Teniendo en cuenta en que los ingresos son cada vez mayores, dado el aumento esperado del tráfico, y que el saldo insoluto de la deuda disminuye en el tiempo por efecto de las amortizaciones programadas, el endeudamiento relativo, medido sobre flujos, debiera también mostrar una tendencia a la baja en lo que queda de concesión.



“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.”