



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Anual y Cambio de Tendencia
de Clasificación**

A n a l i s t a
Ignacio Peñaloza F.
Tel. 56 - 22433 52 00
ignacio.penaloz@humphreys.cl

Sociedad Concesionaria Autopista del Sol S.A.

Septiembre 2014

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos Tendencia	AA+ Favorable¹ 30 de junio de 2014
EEFF base	

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Bonos Series A-1, A-2, B-1 y B-2	N° 287 de 08.03.02
Bonos Series C-1 y C-2	N° 464 de 19.05.06

Características Bonos Colocados en Chile					
Series	Valor Nominal (Serie UF)	Valor Nominal Vigente (UF) ²	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	1.296.981	5,8%		15-01-2018
A2	865.000	324.245	5,8%		15-01-2018
B	1.215.000			Semestral, pago de Intereses y Capital a partir de julio de 2002.	
B1	970.000	455.612	5,8%		15-01-2018
B2	245.000	115.077	5,8%		15-01-2018
C	970.100			Semestral, pago de Intereses y Capital a partir de julio de 2006.	
C1	970.000	749.580	4,0%		15-01-2018
C2	100	77	4,0%		15-01-2018

¹ Tendencia anterior: Estable.

² Junio de 2014.

EERR Individual IFRS				
M\$	Dic-11	Dic-12	Dic-13	Jun-14
Ingresos de actividades ordinarias	25.026.486	33.205.592	28.652.914	16.279.006
Costo por ventas	-8.597.258	-8.979.657	-9.457.419	933.369 ³
Gastos de administración	-617.643	-720.465	-791.120	-317.204
Costos financieros	-10.615.296	-9.743.735	-8.218.368	-3.082.620
Ganancia	6.284.188	13.611.478	11.296.693	12.585.831

Balance General Individual, IFRS				
M\$	Dic-11	Dic-12	Dic-13	Jun-14
Activos Corrientes	96.936.591	115.138.146	123.548.786	128.405.898
Activos No Corrientes	119.911.111	91.293.915	77.592.067	71.888.208
Total Activos	216.847.702	206.432.061	201.140.853	200.294.106
Pasivos Corrientes	28.562.135	24.903.242	27.295.003	32.815.194
Pasivos No Corrientes	134.472.048	119.324.657	101.290.644	89.337.875
Patrimonio	53.813.519	62.204.162	72.555.206	78.141.037

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 2013, el emisor generó ingresos de recaudación por US\$ 74,2 millones y obtuvo un EBITDA⁴ por US\$ 52,6 millones. A diciembre de 2013, la sociedad mantenía una deuda financiera de US\$ 143,3 millones, cuyo máximo servicio anual, el año 2015, es equivalente al 78% del EBITDA del año 2013.

El cambio de tendencia a la clasificación, desde "Estable" a "Favorable", se fundamenta por el elevado crecimiento que han experimentados los ingresos y el EBITDA de la autopista, por sobre las expectativas de **Humphreys**. También se incorpora el hecho de la cercanía del término del bono (año 2018), lo cual considerando el actual nivel de flujos de la concesión, disminuye la probabilidad de reducciones en el nivel de ingresos que conlleven a comprometer el pago oportuno de los bonos.

³ Valor positivo debido a la recuperación de créditos comerciales incobrables dado el reverso de la provisión de incobrables del Convenio complementario N°4, provisionada en 2012.

⁴ Calculado como ingresos por recaudación - costo de ventas - gasto de administración + costo por depreciación.

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. De hecho a junio de 2014, la sociedad concesionaria mantiene recursos por UF 4,04 millones entre efectivo, fondos de reserva y depósitos a plazo, equivalentes al pago de todos los cupones restantes.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Pagos financieros asegurados por compañía de seguros.
- Flujos actuales suficientes en relación con el pago de los bonos, asociado a una acotada vigencia del título de deuda y a un tráfico maduro.

Fortalezas complementarias

- Ingresos Mínimos Garantizados por el Estado.
- Capacidad de reajuste de tarifas (dada por bases de licitación).
- Marco regulador estable y probado.
- Elevada liquidez.

Fortalezas de apoyo

- Dinámico crecimiento del tráfico vehicular.
- Experiencia de la sociedad concesionaria.

Riesgos considerados

- Caída abrupta y prolongada del tráfico de la concesión (baja probabilidad de ocurrencia, salvo por siniestros cubiertos por seguros).
- Pérdida de la concesión (baja probabilidad de ocurrencia).

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 2014 la empresa generó ingresos por actividades ordinarias que ascendieron a \$ 16.279 millones, lo que representa un 12,75% más que los anotados en el mismo periodo del año anterior. En dicho lapso los costos por ventas (sin incluir la reversión de la provisión por incobrables) alcanzaron un monto de \$ 4.821 millones, lo que significó un aumento de 4,08% respecto a aquellos meses del 2013. Por su parte los gastos de administración alcanzaron los \$ 317 millones, implicando un aumento de 2,47% respecto al primer semestre de 2013.

Los costos financieros alcanzaron \$ 3.083 millones durante el primer semestre de 2014, lo que es 27,84% menor a los costos financieros del año anterior, lo que se explica fundamentalmente por menor deuda.

La ganancia ascendió a \$12.586 millones, implicando un aumento de 125,39%, producido principalmente por la reversión de la provisión por incobrables, y en menor medida por mayores ingresos de explotación producto de aumento del tráfico vehicular, tarifas y menores egresos financieros.

A junio de 2014 la sociedad concesionaria tenía activos por \$ 200.294 millones, financiados con \$ 122.153 millones de pasivos exigibles y \$ 78.141 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 12 plazas de peajes.

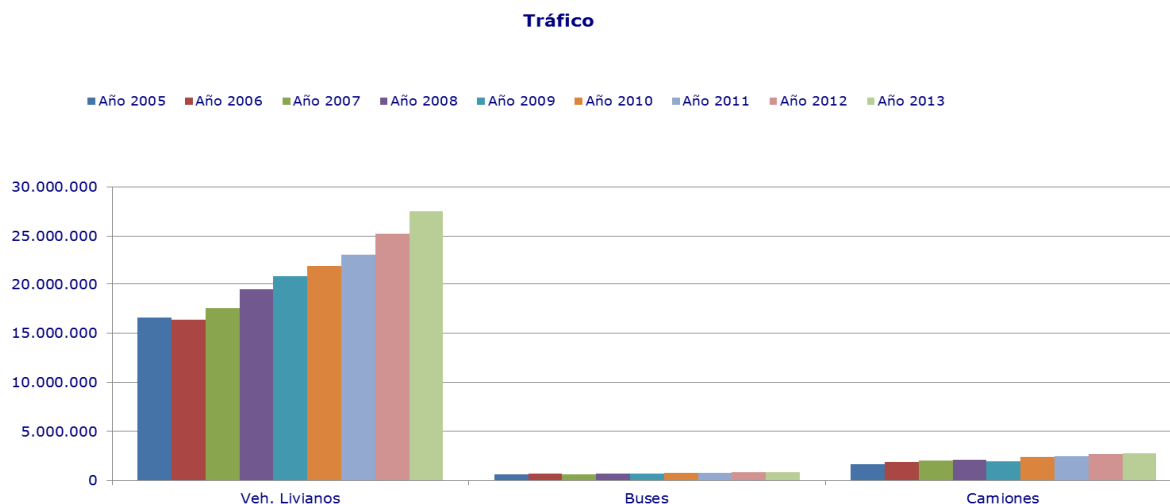
El plazo de la concesión es de 23 años contados de la fecha de la firma del convenio entre el Ministerio de Obras Públicas (MOP) y el concesionario. De esta forma, su extinción está programada para el año 2019. La autopista

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 88,3% del total de la autopista a 2013. Puede observarse un aumento constante en el tráfico de vehículos durante el periodo 2005 a 2013. El siguiente gráfico muestra la distribución y evolución de éste en los últimos nueve 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 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

A junio de 2014 la propiedad de Autopista del Sol pertenecía en un 99,9% a Infraestructura Dos Mil S.A. y en 0,1% a Abertis Autopista Chile III S.P.A., donde esta última compró la concesión a OHL Concesiones Chile S.A. el 20 de diciembre de 2012.

Accionistas	Propiedad
Infraestructura Dos Mil S.A.	99,9%
Abertis Autopista Chile III S.P.A.	0,1%

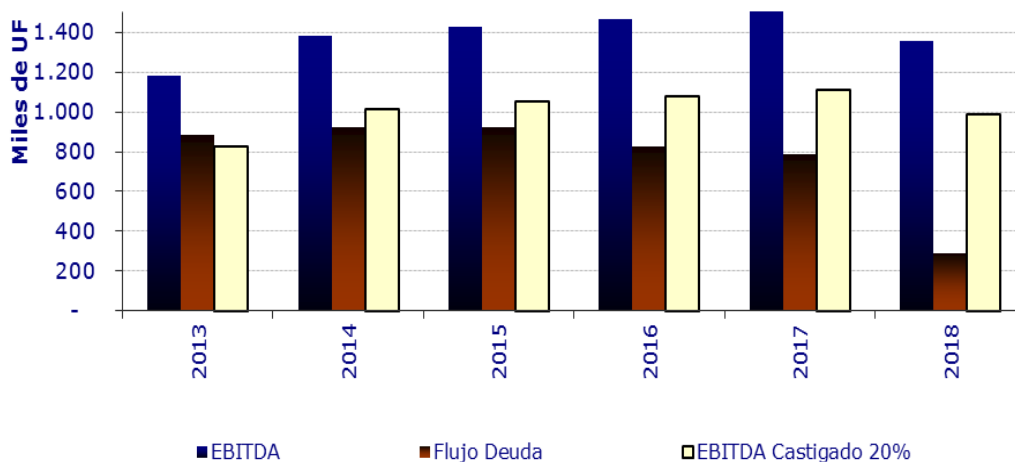
La autopista es controlada en forma indirecta por Abertis, ya que esta última es dueña del 50% de Infraestructura Dos Mil S.A.

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 en 2014 y 2015; por otra parte, dado el horizonte de proyección más acotado (cuatro años), reducen el riesgo de temporalidad asociado a toda estimación de flujos. En consecuencia, al suponer disminuciones del EBITDA del 20%, la sociedad muestra periodos de fuerte estrechez de flujos, sobre todo ahora que debiese empezar a pagar impuestos. 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.

Flujos de Caja Vrs Pago de Deuda



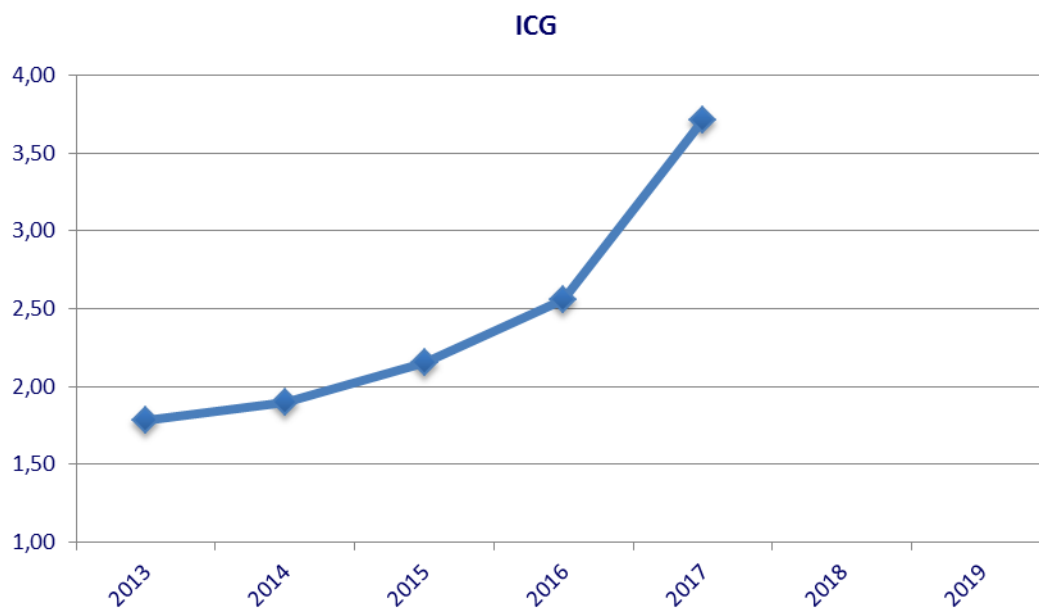
- (1): Corresponde a las proyecciones de Ebitda de **Humphreys**, tomado como base los resultados reales y asumiendo un crecimiento de acuerdo a los estudios de tráfico.
- (2): Corresponde a los pagos anuales de la deuda.
- (3): Corresponde a (1) castigado en un 20%.

Índice de cobertura global

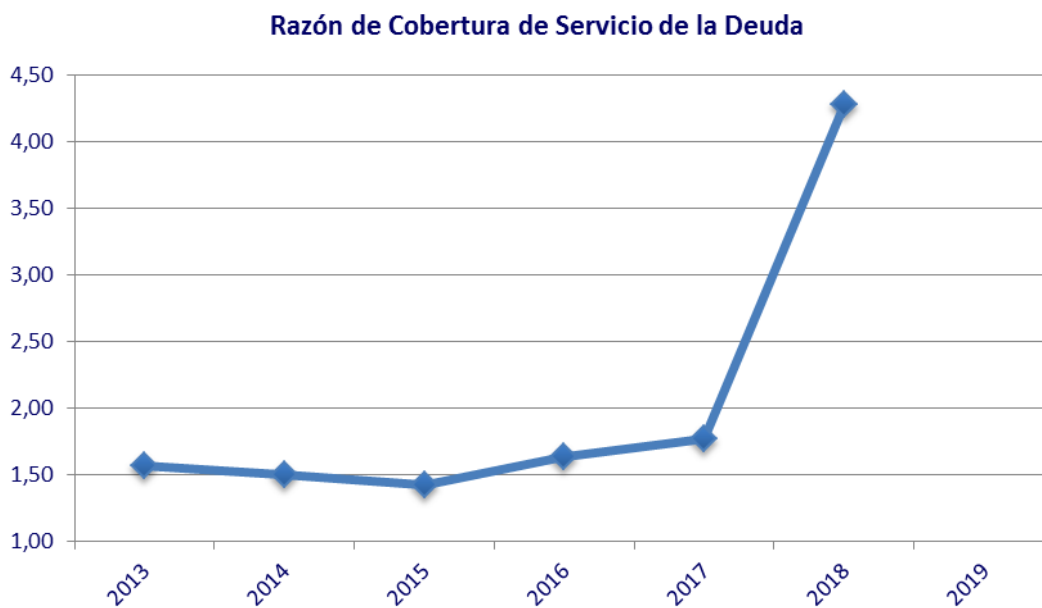
El indicador de cobertura global es calculado como el cociente entre el valor presente del EBITDA proyectado⁵ para el periodo de vigencia de los bonos, descontado a la tasa de interés de los mismos, y el saldo insoluto de la deuda financiera de la concesionaria. Así, si el indicador muestra una relación 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 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:

⁵ 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. A este EBITDA se le sustrajo un flujo de caja por pago de impuesto,



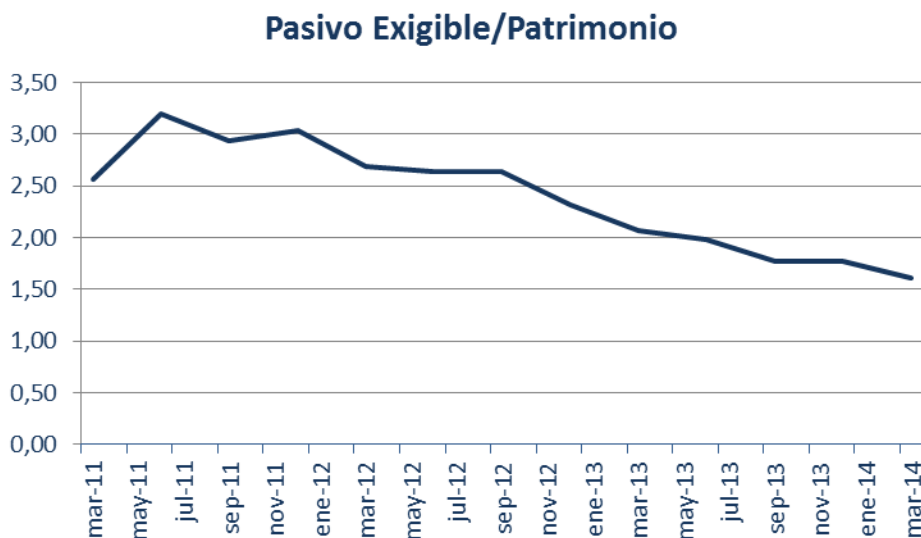
Por su parte, la razón de cobertura de servicio de la deuda⁶ (RCSD) muestra cuán holgada se encuentra la sociedad en cada periodo para el pago de la deuda con el EBITDA generado.



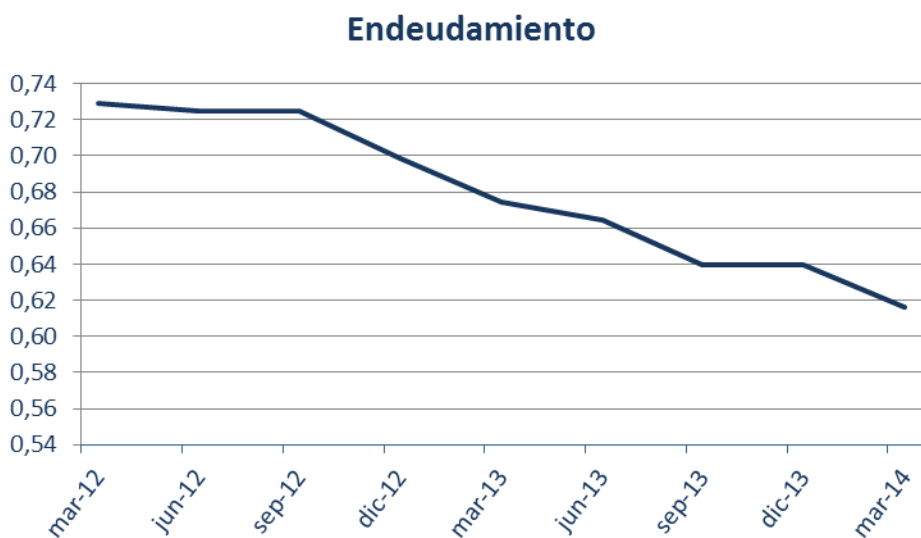
⁶ Un indicador sobre uno muestra que en el periodo se genera suficiente EBITDA para servir la deuda.

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 mejoramiento en la posición financiera a medida que se acerca el término de los bonos.



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 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."