



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

Analista  
Eduardo Valdés S.  
Tel. (56) 22433 5200  
eduardo.valdes@humphreys.cl

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

**Septiembre 2016**

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 22433 52 00 – Fax 22433 52 01  
ratings@humphreys.cl  
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos Tendencia Estados Financieros	AAA Estable 30 de junio de 2016

Número y fecha de inscripción de emisores de deuda	
Bono Serie A1 (BASOL-A1)	N° 287 de 08.03.02
Bono Serie A2 (BASOL-A2)	N° 287 de 08.03.02
Bono Serie B1 (BASOL-B1)	N° 287 de 08.03.02
Bono Serie B2 (BASOL-B2)	N° 287 de 08.03.02
Bono Serie C1 (BASOL-C1)	N° 464 de 19.05.06
Bono Serie C2 (BASOL-C2)	N° 464 de 19.05.06

Estado de resultados consolidado IFRS							
M\$ de cada año	2011	2012	2013	2014	2015	ene-jun 2015	ene-jun 2016 <sup>1</sup>
Ingresos de actividades ordinarias	25.026.486	33.205.592	28.652.914	36.760.227	33.173.682	16.492.806	13.713.338
Costo por ventas	-8.597.258	-8.979.657	-9.457.419	-10.035.975	-9.843.579	-4.537.739	0
Gastos de administración	-617.643	-720.465	-791.120	-701.036	-917.064	-378.624	0
Costos financieros	-10.615.296	-9.743.735	-8.218.368	-5.684.006	-4.529.043	-2.378.522	-1.871.939
<b>Ganancia</b>	<b>6.284.188</b>	<b>13.611.478</b>	<b>11.296.693</b>	<b>18.271.005</b>	<b>17.369.444</b>	<b>8.258.746</b>	<b>9.983.977</b>

Balance general consolidado IFRS						
M\$ de cada año	2011	2012	2013	2014	2015	jun-16
Activos corrientes	96.936.591	115.138.146	123.548.786	127.490.993	121.307.042	114.786.400
Activos no corrientes	119.911.111	91.293.915	77.592.067	68.121.792	49.014.889	40.624.105
<b>Total activos</b>	<b>216.847.702</b>	<b>206.432.061</b>	<b>201.140.853</b>	<b>195.612.785</b>	<b>170.321.931</b>	<b>155.410.505</b>
Pasivos corrientes	28.562.135	24.903.242	27.295.003	37.359.101	39.441.941	37.695.571
Pasivos no corrientes	134.472.048	119.324.657	101.290.644	79.911.814	51.625.710	37.447.107
<b>Total pasivos</b>	<b>163.034.183</b>	<b>144.227.899</b>	<b>128.585.647</b>	<b>117.270.915</b>	<b>91.067.651</b>	<b>75.142.678</b>
Patrimonio	53.813.519	62.204.162	72.555.206	78.341.870	79.254.280	80.267.827
<b>Pasivos y patrimonio</b>	<b>216.847.702</b>	<b>206.432.061</b>	<b>201.140.853</b>	<b>195.612.785</b>	<b>170.321.931</b>	<b>155.410.505</b>

<sup>1</sup> Debido a un cambio en la presentación de los estados financieros, a junio de 2016 no se desagregan los costos de ventas y gastos.

## 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 tiene 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 el interurbano.

Durante el año 2015, el emisor generó ingresos de recaudación por US\$ 67,8 millones y obtuvo un EBITDA<sup>2</sup> por US\$ 58,4 millones. A diciembre de 2015, la sociedad mantenía una deuda financiera de US\$ 63,2 millones, cuyo máximo servicio anual, el año 2015, fue equivalente al 51% del EBITDA del año 2014.

La clasificación de riesgo de los bonos emitidos por **Autopista del Sol** en "Categoría AAA", se basa en que la actual generación de caja de la sociedad es suficiente para responder al pago de sus obligaciones y que, además, la autopista concesionada muestra una tendencia creciente en su nivel de tráfico. También se incorpora el hecho de la cercanía del término del bono (año 2018), lo cual disminuye la probabilidad de reducciones abrupta en el nivel de ingresos que conlleven a comprometer el pago oportuno de los bonos.

Asimismo, 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 2016, la sociedad concesionaria mantiene recursos por cerca de UF 3,5 millones, monto superior al pago de todos los cupones restantes.

La categoría de riesgo asignada a los bonos emitidos por **Autopista del Sol**, es adicionalmente beneficiada por la capacidad de pago de Assured Guaranty Municipal Corp., garante de los títulos de deuda. De acuerdo con la metodología 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 AAA".

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

<sup>2</sup> Calculado como ingresos por recaudación – costo de ventas – gasto de administración + costo por depreciación.

regulador ya probado, que se sustenta en una estructura legal transparente y que contempla mecanismos para dar solución a eventuales controversias.

### Resumen Fundamentos Clasificación (No considera riesgo de Mercado)

#### 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 categoría 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.

### Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

## Hechos recientes

De acuerdo con la última información disponible, durante los seis primeros meses de 2016 la empresa generó ingresos por actividades ordinarias que ascendieron a \$ 13.713 millones, lo que representa un 13,6% más que los anotados en el mismo período del año anterior.

Los costos financieros alcanzaron \$ 1.872 millones durante el primer semestre de 2016, lo que es 23,7% menor a lo registrado el año anterior, lo que se explica fundamentalmente por menor deuda.

La ganancia, por su parte, ascendió a \$ 9.984 millones, implicando un aumento de 20,9%.

A junio de 2016, la sociedad concesionaria tenía activos por \$ 155.411 millones, financiados con \$ 75.143 millones de pasivos exigibles y \$ 80.268 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 uno interurbano, desde Malloco hasta San Antonio. La concesión cuenta con 12 plazas de peajes.

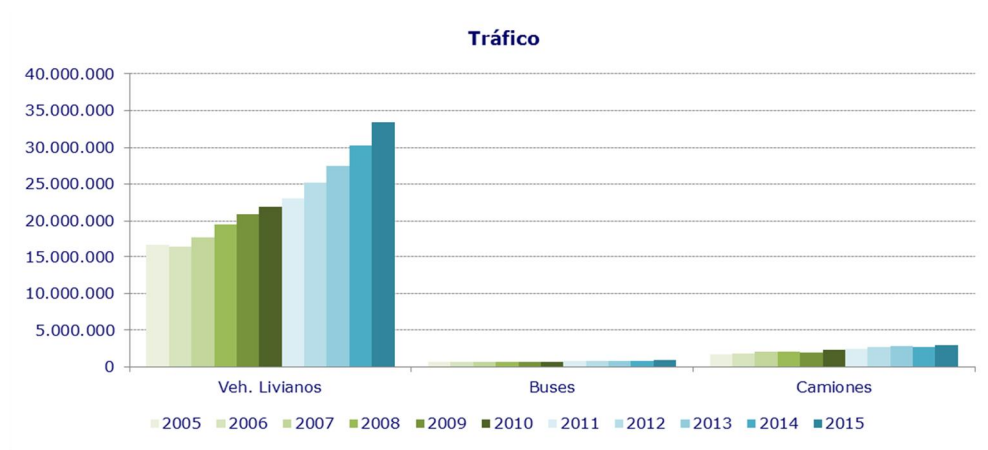
El plazo de la concesión es de 23 años contados de la fecha de la firma del convenio entre el Ministerio de Obras Públicas (MOP) y el concesionario. De esta forma, su extinción está programada para el año 2019. La autopista concesionada se encuentra en operaciones desde 1998, habiéndose terminado la 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 durante 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 con 89,6% del total de acuerdo con datos del año 2015.

Puede observarse un aumento constante en el tráfico de vehículos livianos durante el período 2005 a 2015. El siguiente gráfico muestra la distribución y evolución del tráfico para el período 2005-2015:



## 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. la que 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 2016 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., esta última compró la concesión a OHL Concesiones Chile S.A. el 20 de diciembre de 2012.

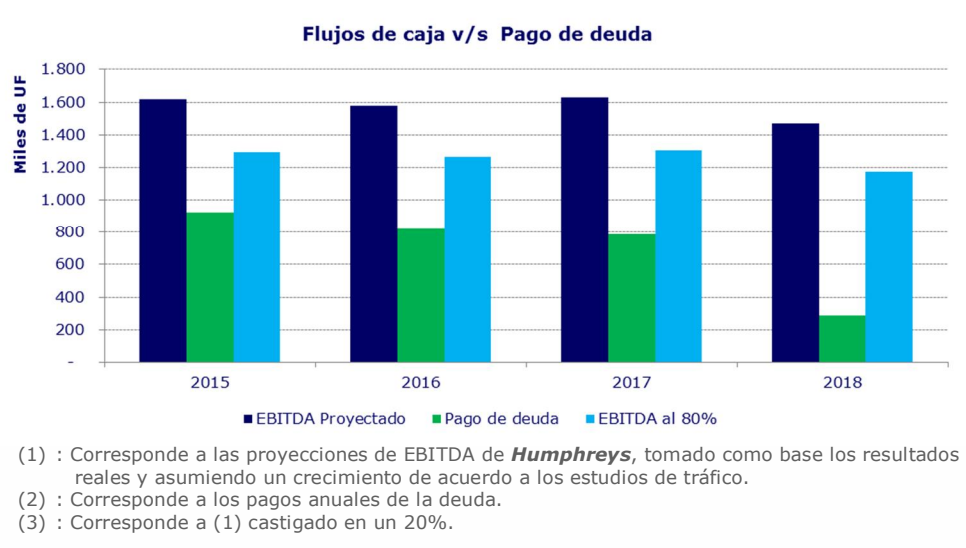
Accionista	Propiedad
Infraestructura Dos Mil S.A.	99,9%
Abertis Autopista Chile III S.P.A.	0,1%

La autopista es controlada en forma indirecta por Abertis, ya que esta última es dueña del 100% 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** es más que adecuado para el pago de sus obligaciones, incluso suponiendo reducciones de 20% en el flujo proyectado. Adicionalmente, dado lo acotado del horizonte de proyección (tres años), se tiene un bajo riesgo de temporalidad asociado a las estimaciones efectuadas. Por otra parte, cabe destacar que la sociedad posee altos niveles de liquidez, lo cual le da un respaldo adicional para afrontar períodos de *stress*. El siguiente gráfico ilustra lo anterior.

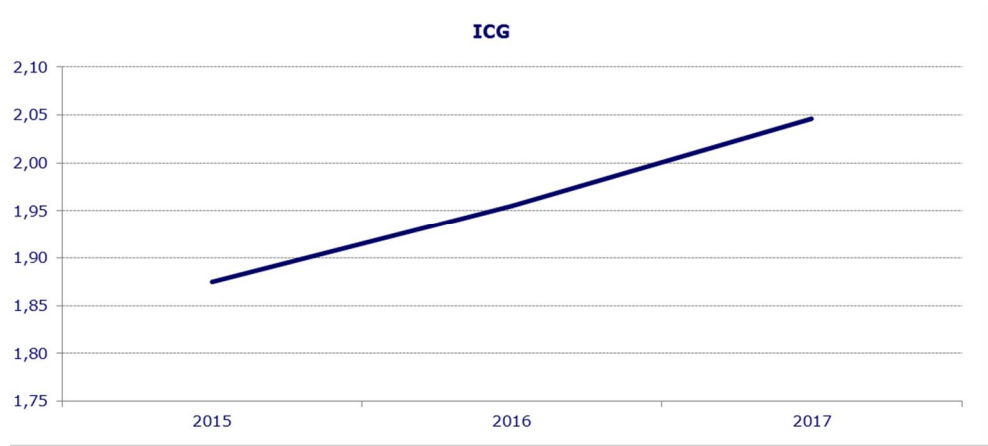


### Índice de cobertura global

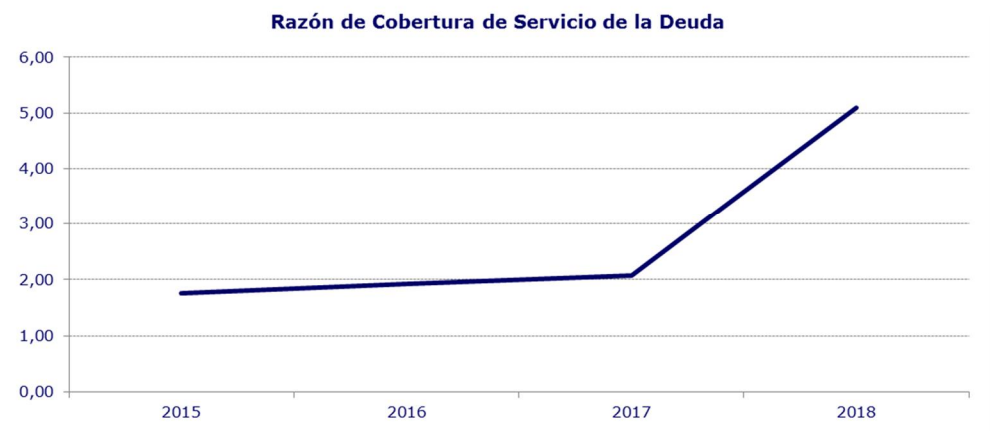
El indicador de cobertura global es calculado como el cociente entre el valor presente del EBITDA proyectado<sup>3</sup> para el período de vigencia de los bonos, descontado a la tasa de interés de los mismos, y el saldo insoluto de la deuda financiera de la concesionaria. Así, si el indicador muestra 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 período analizado sobre uno, y con tendencia al alza, producto de la disminución del saldo insoluto de la deuda con el transcurso de los años. La evolución y proyección del indicador de cobertura global se muestra a continuación:

<sup>3</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. 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 deuda<sup>4</sup> (RCSA) muestra lo holgada que se encuentra la sociedad en cada período para el pago de la deuda con el EBITDA generado.



## Endeudamiento

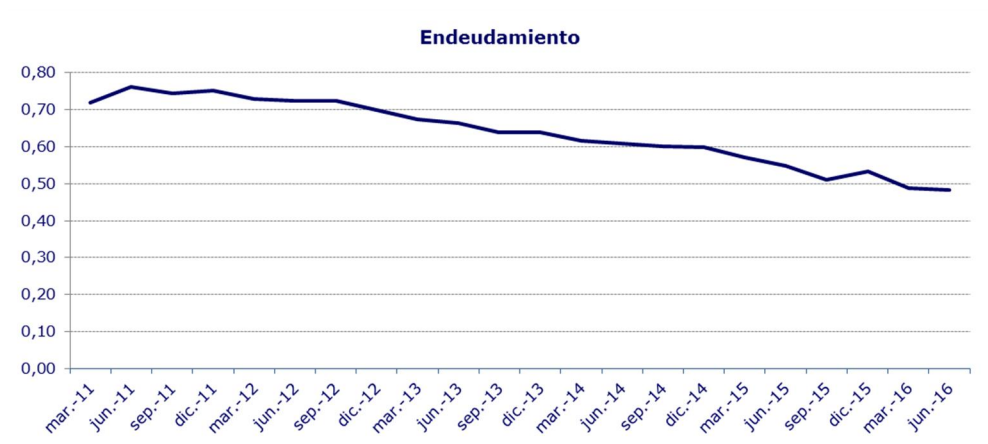
El endeudamiento, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, muestra una tendencia a la baja, como se observa en el siguiente gráfico, mostrando un mejoramiento en la posición financiera a medida que se acerca el término de los bonos.

<sup>4</sup> Un indicador sobre uno muestra que en el período se genera suficiente EBITDA para servir la deuda





En la misma línea, la razón de endeudamiento, medida como el total de pasivos sobre el total de activos, muestra 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, también muestra 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."*