



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

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

A n a l i s t a s

Antonio Velásquez Herrera

Gonzalo Neculmán Gómez

Tel. (56-2) 433 5200

[antonio.velasquez@humphreys.cl](mailto:antonio.velasquez@humphreys.cl)

[gonzalo.neculman@humphreys.cl](mailto:gonzalo.neculman@humphreys.cl)

## **Banchile Securitizadora S.A.**

### **Decimoséptimo Patrimonio**

### **Separado**

Febrero 2013

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01  
[ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl)  
[www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl)

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
<b>Bonos securitizados:</b>	
Serie A	A
Serie C	A <sup>1</sup>
Tendencia	Estable
Estados Financieros	Diciembre de 2012

Datos básicos de la operación	
Identificación Patrimonio Separado	Patrimonio Separado N° 17
Inscripción Registro de Valores	N° 707, 02 de Marzo de 2012
Activos de Respaldo	Pagarés
Originador	Sociedad Concesionaria de Los Lagos S.A.
Administrador Primario	Banchile Securitizadora S.A.
Representante Títulos de Deuda	Banco Santander Chile
Banco Pagador	Banco Santander de Chile
Custodio	Banco Santander de Chile
Características Activos	Pagarés por UF 1.267.000, devengan una tasa de interés del 4,54% teniendo seis pagos anuales hasta el año 2017.

Datos básicos bono securitizado					
Serie	Valor nominal (UF)	Tasa de interés (%)	Período intereses	Amortización de capital	Fecha vencimiento
A	1.267.000	4,54%	anual	A partir del 17 de diciembre de 2012	17 diciembre – 2017
C	1	0%	-	Al vencimiento	17 diciembre – 2017

<sup>1</sup> Clasificación anterior: C.

## Opinión

### Fundamento de la clasificación

La clasificación en “*Categoría A*” de los títulos de deuda serie A emitidos por Banchile Securitizadora S.A., Decimoséptimo Patrimonio Separado responde al riesgo traspasado a los bonistas, el cual depende de la capacidad de pago de la Sociedad Concesionaria de Los Lagos S.A. (Concesionaria Los Lagos).

El Decimoséptimo Patrimonio Separado, en lo que respecta a los activos que respaldan el título de deuda, está conformado por pagarés suscritos por Concesionaria Los Lagos en virtud del crédito sindicado firmado entre la empresa y los bancos Chile y Santander. Dichos documentos de pago han sido transferidos por el Banco de Chile, su capital asciende a UF 1.267.000, se expresa en unidades de fomento, devengan una tasa de interés del 4,54% e incluyen seis pagos anuales, cuyo último vencimiento es el 15 de diciembre de 2017.

La clasificación de riesgo de la serie A, en “*Categoría A*”, se sustenta, además del nivel de solvencia de Concesionaria Los Lagos, en las siguientes características de la operación:

- El perfil de pago de los bonos securitizados se adecua en forma eficiente con la estructura de vencimientos estipulados en los pagarés suscritos por la sociedad concesionaria (ambos cupones son en el mes de diciembre de cada año).
- Ausencia de riesgo de moneda y de tasa de interés: Tanto el bono securitizado como la deuda de Concesionaria Los Lagos se expresan en unidades de fomento y devengan una tasa de interés fija.
- El margen de la operación (*spread* entre activos y pasivos), sumado un fondo de liquidez inicial por UF 2.000, permiten cubrir en forma aceptable los gastos esperados para el patrimonio separado. Tampoco existen riesgos operativos que pudieran afectar la capacidad de pago del patrimonio separado.
- No existe riesgo por posible prepago de los pagarés por cuanto el saldo insoluto de éstos supera en todo momento el saldo insoluto del bono securitizado serie A (salvo el primer año en donde el diferencial se suplía con el fondo de liquidez).

La clasificación de riesgo también considera los aspectos administrativos y operativos de la securitización. En este caso, la administración del patrimonio separado es ejercida directamente por la sociedad securitizadora. La custodia de los pagarés está a cargo del Banco de Chile, que

también actúa como banco pagador, el Banco Santander Chile ostenta la calidad de representante de los tenedores de bonos. A juicio de la clasificadora, ambas entidades tienen las condiciones y la experiencia necesarias para llevar a cabo competentemente las respectivas funciones.

El cambio de clasificación de los bonos serie C de “Categoría C” a “Categoría A”<sup>2</sup>, a pesar de su carácter de subordinados, obedece a que, luego de considerar el pago de la serie A y los gastos asociados al funcionamiento del patrimonio separado y debido a la reserva de liquidez y margen de operación ya mencionados, sumado al bajo monto del bono, UF 1, el patrimonio contará con la holgura suficiente para cumplir con las obligaciones emanadas de esta serie.

## Definición categoría de riesgo

### Categoría A

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

### Estable

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

## Características del Activo Securitizado

El activo que respalda el pago del bono securitizado comprende pagarés que el Banco Chile, en calidad de vendedor, enajenó al patrimonio separado, quien actuó como comprador de los documentos.

Los pagarés traspasado se inserta en un crédito sindicado denominado “Préstamo Porción A”, del “convenio de modificación y texto refundido de contratos de crédito”, suscrito entre el Banco de Chile y Banco Santander Chile con Sociedad Concesionaria de Los Lagos S.A. por UF 2.950.000. Del total de la operación crediticia UF 1.267.000, y sus respectivos pagarés, se traspasaron al patrimonio separado, capital que devenga una tasa de interés del 4,54% al año e incluye seis

<sup>2</sup> Este cambio incluye un cambio de criterio en la metodología de *Humphreys*.

pagos anuales, cuyo último vencimiento es el 15 de diciembre de 2017. El crédito se cauciona con contratos de garantía que incluyen prenda sin desplazamiento sobre concesión de obra pública, de quinto grado.

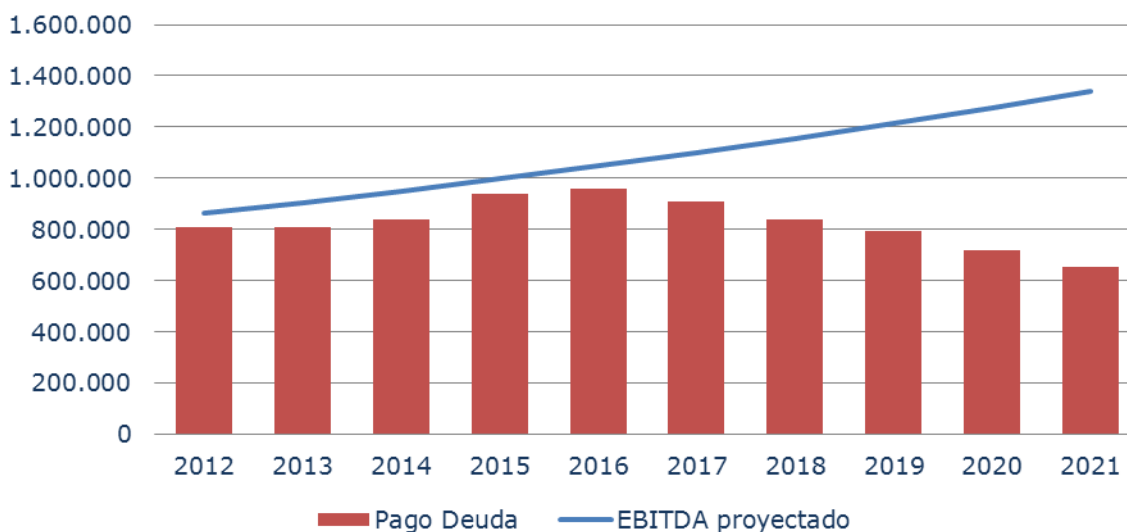
Respecto a la concesión, Sociedad Concesionaria de los Lagos S.A. tiene a su cargo la concesión Río Bueno-Puerto Montt, autopista de doble calzada ubicada entre los km 890 y 1.020 de la Ruta 5 Sur y entre los km 1.018, y 1.023 del Proyecto By Pass Puerto Montt, abarcando una extensión de 135 km. La Sociedad es controlada por Autostrade dell'Atlantico S.R.L, que a su vez es propiedad de Atlantia SpA que es uno de los mayores operadores de Europa y el mundo y que en Chile está presente, además, en las autopistas Costanera Norte y Vespucio Sur.

La capacidad de pago del patrimonio separado se evalúa en base a los niveles de estrés que los flujos de la concesión son capaces de soportar en relación con las obligaciones financieras asumidas.

Para efecto de la evaluación, la clasificadora asumió una tasa de crecimiento para los ingresos por peaje de la sociedad concesionaria de 5%, inferior a la exhibida en el pasado. Dado los supuestos utilizados, el flujo generado en cada año es suficiente para responder al servicio de la deuda del mismo período; sin embargo, ello no sucede al aplicar algunos niveles de sensibilización al flujo vehicular. Con todo, incluso bajo estrés más que razonables, se puede observar que los eventuales déficit podrían ser cubierto vía nuevos créditos, básicamente por los excedentes que se producirían en los ejercicios finales, sobre todo el último años de la concesión (los préstamos vencen con una año de anterioridad). A ello, se debe agregar que existirían los incentivos necesarios para que los actuales bancos acreedores cubrieran puntuales insuficiencias de flujos, considerando que sus pasivos tienen vencimiento con posterioridad a la fecha de pago de los bonos, teniendo desde esa perspectiva cierto rasgo de subordinado.

Asimismo, se debe considerar que la estructura de financiamiento obliga al deudor a mantener elevados niveles de liquidez, recursos que podrían ser utilizados en caso que los ingresos de la concesionaria fueren inferiores a los presupuestados. También, es importante señalar que el tráfico de las autopistas han mostrado inflexibilidad a la baja.

### Flujo de caja y pago de deuda



Adicionalmente, la capacidad de pago de Concesionaria Los Lagos se sustenta en la existencia de mecanismos contractuales, amparados en la legislación vigente, que acotan una eventual caída en los flujos de caja del emisor. En este contexto, se destacan los Ingresos Mínimos Garantizados por el MOP (IMG) que aseguran un “piso” al ingreso por concepto de cobro de peaje, y el subsidio otorgado por el Estado el cual implica un pago anual con montos ya conocidos. Por concepto de subsidio la sociedad percibirá ingresos entre UF 488.668 y UF 795.989 anuales; por su parte el IMG le asegura un ingreso mínimo que asciende a UF 309.000 para 2013.

*“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 auditoria 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.”*