



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

Analista  
Paulina Oses Gómez  
Tel. (56) 22433 5200  
paulina.oses@humphreys.cl

## Banchile Securizadora S.A.

### Decimoséptimo Patrimonio Separado

Febrero 2016

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 224335200 – Fax 224335201  
ratings@humphreys.cl  
www.humphreys.cl

<b>Categoría de riesgo</b>	
<b>Tipo de instrumento</b>	<b>Categoría</b>
<b>Bonos securitzados:</b>	
Serie A (BCHIS-P17A)	A+ <sup>1</sup>
Serie C (BCHIS-P17A)	A+ <sup>2</sup>
Tendencia	Estable <sup>3</sup>
Estados Financieros	Septiembre de 2015

<b>Datos básicos de la operación</b>	
Identificación Patrimonio Separado	Patrimonio Separado Nº 17
Inscripción Registro de Valores	Nº 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 4,83% teniendo seis pagos anuales hasta el año 2017.

<b>Datos básicos bono securitizado</b>						
<b>Serie</b>	<b>Valor nominal inicial (UF)</b>	<b>Valor nominal vigente (UF)<sup>4</sup></b>	<b>Tasa de interés (%)</b>	<b>Período intereses</b>	<b>Amortización de capital</b>	<b>Fecha vencimiento</b>
A	1.267.000	699.567	4,54%	anual	A partir del 17 de diciembre de 2012	15 diciembre – 2017
C	1	1	0%	-	Al vencimiento	15 diciembre – 2017

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

<sup>2</sup> Clasificación anterior: A.

<sup>3</sup> Tendencia anterior: Favorable.

<sup>4</sup> A noviembre 2015.

## Opinión

### Fundamento de la clasificación

La clasificación en "Categoría A+" de los títulos de deuda serie A emitidos por Banchile Securizadora 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 a la fecha de colocación ascendía a UF 1.267.000, se expresa en unidades de fomento, los cuales devengan una tasa de interés del 4,83% e incluyen seis pagos anuales, cuyo último vencimiento es el 15 de diciembre de 2017. Actualmente<sup>5</sup>, el valor nominal del bono securitizado serie A asciende a UF 699.567 a una tasa de interés anual de 4,54%.

El cambio de clasificación desde "Categoría A" a "Categoría A+" se produce por el comportamiento observado de la entidad responsable del pagaré que constituye el activo del patrimonio separado, Concesionaria Los Lagos; además, la cercanía del término del título de deuda reduce el riesgo temporal asociado a toda proyección. Lo anterior se ve refrendado por el crecimiento que han presentado los resultados del activo subyacente, mayor al crecimiento estimado por la clasificadora en sus proyecciones iniciales, en efecto el ingreso desde el año 2009 ha crecido en términos reales en cerca de 4% promedio anual. Producto de lo descrito, se puede observar una menor incertidumbre respecto al pago de la deuda securizada, fruto del performance de la sociedad concesionaria y la cercanía del término de la deuda que compone el activo subyacente.

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 securitzados se adecua en forma eficiente con la estructura de vencimientos estipulados en los pagarés suscritos por la sociedad concesionaria (ambos cupones son en diciembre de cada año).

<sup>5</sup> A noviembre 2015.

- Ausencia de riesgo de moneda y 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 estos supera en todo momento el saldo insoluto del bono securitizado serie A (salvo el primer año en el que 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.

La clasificación de los bonos serie C en “Categoría A+”, 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.

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

### Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente 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, el que actuó como comprador de los documentos.

Los pagarés traspasados se insertan 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 4,83% al año e incluye seis pagos anuales, cuyo último vencimiento es el 15 de diciembre de 2017. El crédito se caucionó con contratos de garantía que incluyen prenda sin desplazamiento sobre concesión de obra pública, de quinto grado.

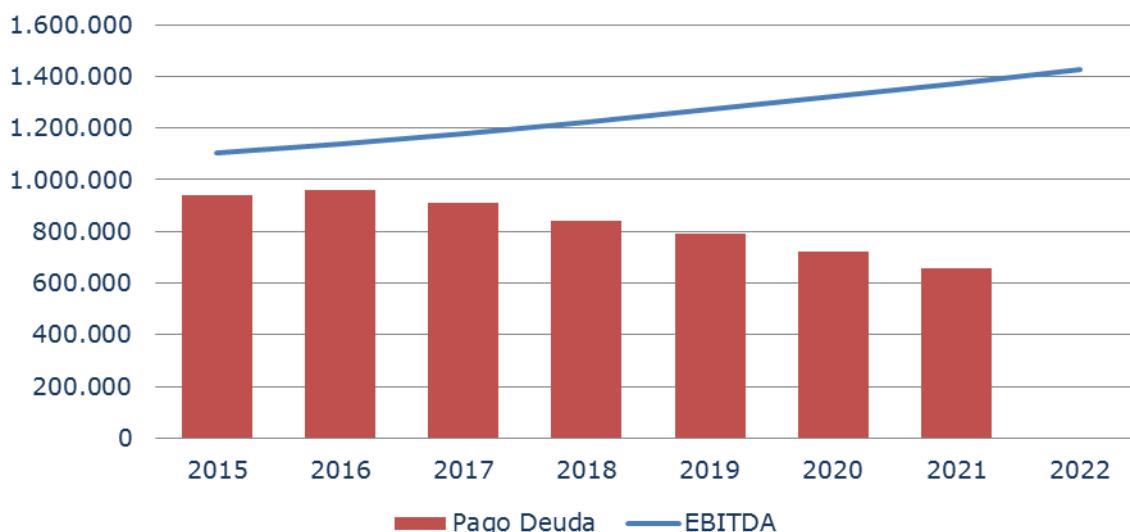
Respecto a la concesión, Sociedad Concesionaria de los Lagos S.A. tiene a su cargo la de Río Bueno-Puerto Montt, autopista de doble calzada ubicada entre los km 890 y 1.020 de la Ruta 5 Sur y entre los km 1.018 y 1.023 del Proyecto By Pass Puerto Montt, abarcando una extensión de 135 km. La Sociedad es controlada por Autostrade dell'Atlantico S.R.L, que a su vez es propiedad de Atlantia SpA, 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 3%, razonable de acuerdo a lo exhibido 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; lo mismo sucede al aplicar algunos niveles de sensibilización al flujo vehicular. Así, incluso bajo estrés más que razonables, se puede observar que los eventuales déficits podrían ser cubiertos vía nuevos créditos, básicamente por los excedentes que se producirían en los ejercicios finales, sobre todo el último año de la concesión (los préstamos vencen con un 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 fueran inferiores a los presupuestados. También, es importante señalar que el tráfico de las autopistas ha 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 539.979 y UF 795.989 anuales; por su parte el IMG le asegura un ingreso mínimo que asciende a UF 358.000 para 2016.

*"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 aquélla que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."*