



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Primera Clasificación del Emisor y sus valores**

A n a l i s t a s  
Daniel Moreno C.  
Hernán Jiménez A.  
Tel. (56) 22433 5200  
daniel.moreno@humphreys.cl  
hernan.jimenez@humphreys.cl

## Vías Chile S.A.

Enero 2019

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º  
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>
Líneas de bonos	AA
Tendencia	Estable
Otros instrumentos	No hay
Estados Financieros base	30 de junio 2018

<b>Características de las líneas de bonos en proceso de inscripción</b>	
Plazo	10 años y 20 años
Monto Máximo	UF 10.000.000 y UF 30.000.000, respectivamente. Además, los bonos emitidos con cargos a estas líneas, en conjunto, no podrán superar las UF 30.000.000.
Representante de los tenedores de bonos	Banco Santander
Moneda de emisión	UF, Dólar o Pesos nominales.
Uso de fondos	Pago o prepago de pasivos de corto y largo plazo del emisor y/o sus filiales, financiamiento de inversiones, de las operaciones de las filiales del emisor y a otros fines corporativos del emisor.
Garantías	No contempla

<b>Covenants financieros de las líneas de bonos en proceso de inscripción</b>	
<b>Covenants</b>	<b>Límite</b>
Endeudamiento adicional sobre US\$ 75 MM	Relación de Cobertura de Servicio de la Deuda (RCSD) $\geq$ 1,35 veces.
	Índice de Cobertura de la Vida del Proyecto Consolidado (RCLP) $\geq$ 1,30 veces.
	Mantener clasificación de riesgo.
Pagos restringidos	12 meses históricos y proyectados de RCSD $\geq$ 1,15 veces.
	Índice de Cobertura de la Vida del Proyecto Consolidado (RCLP) $\geq$ 1,30 veces.
	Presentar un certificado oficial al Banco RTB de un personal autorizado por el emisor.

<b>Estado de Resultado consolidado, IFRS</b>				
<b>MM\$</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>jun.-18</b>
Ingresos de explotación	128.746	389.598	492.402	209.941
Gasto de personal	-13.525	-26.072	-19.296	-10.644
Otros gastos de explotación	-22.697	-56.523	-60.797	-32.207
Gastos financieros	-60.037	-106.842	-102.700	-26.169
Ganancia	5.793	232.177	33.862	36.343

<b>Estado de Situación Financiera consolidado, IFRS</b>				
<b>MM\$</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>jun.-18</b>
Activos Corrientes	388.033	645.306	587.843	459.704
Activos No Corrientes	1.193.086	2.669.440	2.547.577	2.424.882
<b>Total Activos</b>	<b>1.581.119</b>	<b>3.314.746</b>	<b>3.135.420</b>	<b>2.884.586</b>
Pasivos Corrientes	131.582	185.741	334.082	174.628
Pasivos No Corrientes	896.218	1.596.135	1.243.127	1.163.932
<b>Patrimonio</b>	<b>553.319</b>	<b>1.532.870</b>	<b>1.558.211</b>	<b>1.546.026</b>
<b>Total Pasivos y Patrimonio</b>	<b>1.581.119</b>	<b>3.314.746</b>	<b>3.135.420</b>	<b>2.884.586</b>

## Opinión

### Fundamentos de la clasificación

**Vías Chile S.A. (Vías Chile)**, es un *holding* con presencia de más de una década en el país y controladora de seis concesiones en Chile: Autopista Central, Rutas del Pacífico, Autopista Los Libertadores, Autopista del Sol, Rutas del Elqui y Autopista Los Andes, de las cuales cinco son interurbanas (tres conectan a Santiago con la quinta región) y una urbana, siendo esta última la de mayor tráfico de la región.

Durante el primer semestre del 2018 el *holding* tuvo un EBITDA de \$ 167.047 millones, lo que significó un incremento del 18,4% con respecto al mismo período del año anterior y beneficios netos equivalentes a \$ 36.343 millones. A la misma fecha tiene un patrimonio de \$ 1.546 mil millones y pasivos totales equivalentes a \$ 1.339 mil millones de los cuales un 61% corresponde a deuda con entidades de créditos, los que se respaldan con un total de \$ 2.885 mil millones de activos.

La presente clasificación se enmarca en la inscripción de dos líneas de bonos a 10 años y 20 años por **Vías Chile** por un monto máximo de colocación, en conjunto, de UF 30 millones; no obstante, que los planes de la

entidad, al menos en una primera instancia, es emitir con cargo a las líneas montos que no sobrepasen, en conjunto, las UF 14 millones. A la fecha no se están inscribiendo títulos de deuda con cargos a las líneas.

Dentro de los principales fundamentos que sustentan la clasificación en “*Categoría AA*” de las líneas de bonos de **Vías Chile** destacan la elevada generación de flujos que presentan las filiales operativas después de haber servidos sus respectivas obligaciones financieras y pagados los impuestos correspondientes. En efecto, el índice de cobertura<sup>1</sup> de **Humphreys**, ajustado por impuestos, aplicado a la sociedad emisora ascendió a 4,9 veces. Este indicador refleja que los flujos esperados para las concesiones podrían reducirse fuertemente (del orden del 50%) y, aun así, la matriz estaría capacitada para dar cumplimiento a sus pasivos financieros. Asimismo, la holgada relación consolidada entre flujos y pasivos permite presumir que, ante una eventualidad de descalce de flujos, que pudiere presionar la liquidez, existiría siempre la posibilidad de recurrir a “créditos puentes”, más allá que, en un plazo acotado, podría verse incrementado su costo de financiamiento.

Adicionalmente, dentro de las fortalezas se ha considerado que **Vías Chile** controla íntegramente a todas sus filiales, por lo tanto, maneja totalmente las políticas de dividendos de sus inversiones y, finalmente, todos los flujos de las filiales llegarán a la matriz. Tampoco es ajeno a la clasificación que a la fecha de evaluación el disponible de las concesionarias asciende a alrededor del 32% de las obligaciones de la matriz y del 20% de los pasivos financieros consolidado.

Por otra parte, la clasificación considera que, bajo situaciones extremas la sociedad emisora siempre tiene la posibilidad de desinvertir y con ello mejorar su situación de caja. La experiencia ha mostrado que existe poder de compra para enajenar concesiones. Cabe señalar que todas las autopistas presentan tráficos consolidados, alcanzando, aproximadamente, 331 millones de vehículos al primer semestre del 2018.

También, como elemento favorable, la clasificación de riesgo recoge el buen desempeño y la dinámica de crecimiento que ha mostrado el tráfico de las distintas autopistas, las que se han visto reflejado—entre otros factores—por las clasificaciones de riesgos recibidas en sus evaluaciones. En la actualidad, Autopista Central, principal generadora de flujos de **Vías Chile**, tiene una clasificación en “*Categoría AA+*” en escala local por **Humphreys**.

Sin perjuicio de lo anterior, la clasificación de riesgo se ve limitada por el hecho de que parte de los excesos de flujos para el pago de la deuda se basan en ingresos futuros que por ende aún no se concretan. Otro factor que restringe la clasificación dice relación la alta dependencia del pago de la deuda a la generación de flujos de Autopista Central, la que en promedio aporta un 73% del EBITDA consolidado.

---

<sup>1</sup> IC se define como la relación entre el valor actual de los flujos de las filiales dividido por el saldo insoluto de la deuda individual de la matriz. Por su parte, por flujos de las filiales, se entiende EBITDA menos pago de deuda e impuesto a la renta.

## Resumen Fundamentos Clasificación

### Fortalezas centrales

- Alto valor económico de sus inversiones.

### Fortalezas complementarias

- Control de políticas de dividendos y de filiales.
- Diversificación de generación de flujos.

### Fortalezas de apoyo

- Experiencia en el rubro.

### Riesgos considerados

- Dependencia a pago de dividendos de filiales.

## Definición de categoría de riesgo

### Categoría AA

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy 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

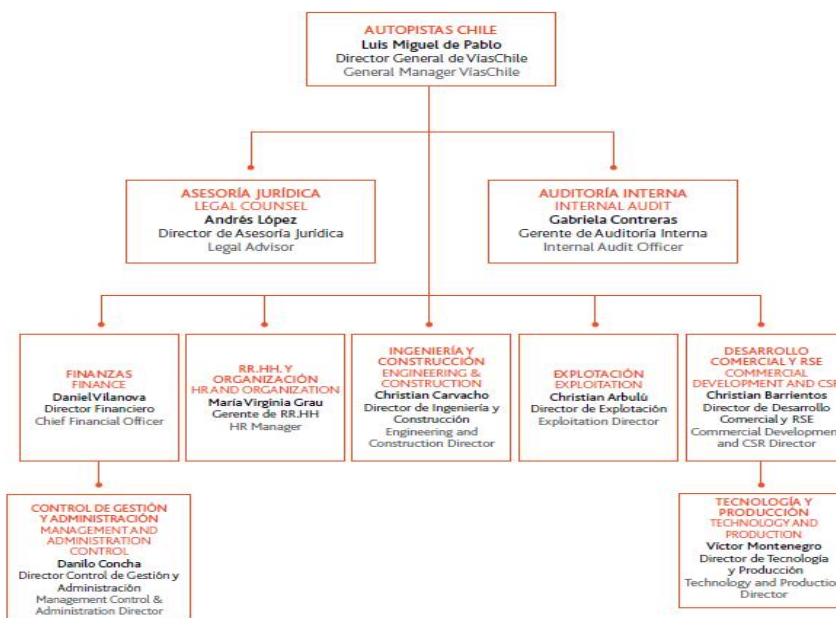
Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

## Antecedentes generales

**Vías Chile** es un *holding* controlado por Abertis Infraestructura S.A., entidad de origen español dedicada a la gestión de autopistas, lo que incluye construcción, mantención, explotación y operación de estas (calificada en BBB en escala global). En la actualidad, la matriz tiene presencia en 15 países del mundo con un total de 8.600 kilómetros de autopistas, de las cuales 773 kilómetros se sitúan en Chile distribuidos en seis concesiones.

La estructura corporativa del *holding* en Chile se presenta en la Ilustración 1.

### Ilustración 1 Estructura Corporativa Vías Chile S.A.

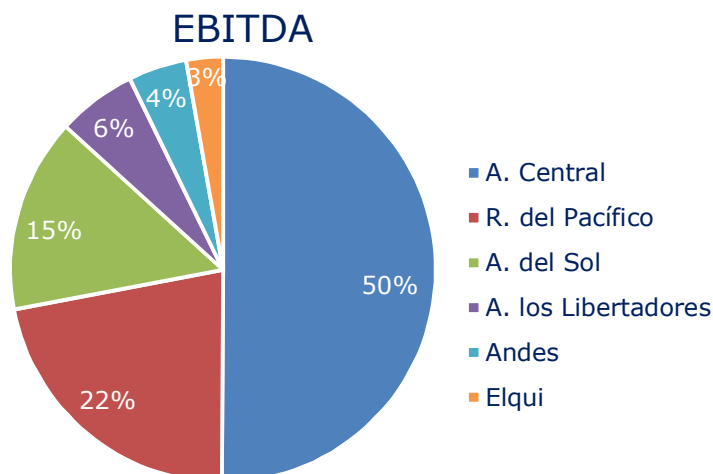


Este *holding* se constituyó como sociedad anónima cerrada en noviembre de 1996 con el nombre de Inversiones Nosedal S.A., luego ha cambiado su razón social en dos ocasiones y la última se efectuó con fecha de enero del 2018 dando origen a **Vías Chile S.A.**

Como se mencionó anteriormente, el *holding* cuenta con seis concesiones de las cuales cinco son interurbanas (tres de las cuales conectan Santiago con la Quinta Región) y una es urbana (Autopista central, la carretera urbana con mayor tráfico del país).

A continuación, en la Ilustración 2 se muestra la importancia relativa de las seis concesiones en función del EBITDA generado durante el primer semestre del último año calendario.

Ilustración 2  
**Distribución EBITDA por concesiones de Vías Chile S.A.**



Por su parte, el Directorio de **Vías Chile** se presenta en la Cuadro 1.

Cuadro 1  
**Directorio Vías Chile**

Nombre	Cargo
José Aljaro Navarro	Presidente
Joan Rafel Herrero	Director Titular
Josep Lluís Jimenéz	Director Titular
Sebastián Morales Mena	Director Titular
Karim Mourad	Director Titular
Montserrat Tomás Gil	Director Suplente
Gemma Magre Ríos	Director Suplente
Martí Carbonell Mascaró	Director Suplente
José Luis Viejo Belón	Director Suplente
Andrew Bruce Nowell	Director Suplente

## Líneas de negocios

**Vías Chile**, a través de sus filiales operativas: Autopista Central, Rutas del Pacífico, Autopista del Sol, Autopista Los Libertadores, Rutas del Elqui y Autopista de Los Andes participa en la gestión de infraestructura vial pertenecientes a la industria de las concesiones del país. Esta industria cuenta con más de 2.500 kilómetros de autopistas (urbanas e interurbanas) a lo largo de Chile, de las cuales 773 kilómetros corresponden al *holding* de Abertis presente en el territorio nacional (cerca del 31% del total).

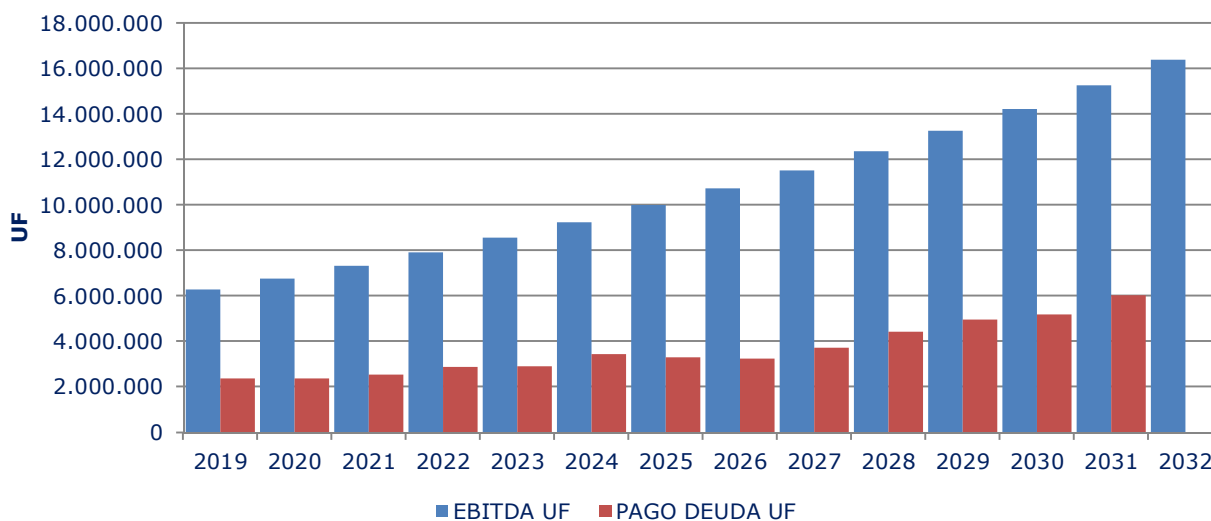
## Autopista Central

**Sociedad Concesionaria Autopista Central S.A. (Autopista Central)** es una sociedad anónima cerrada la cual opera la Concesión Internacional Sistema Norte - Sur, otorgada por el Ministerio de Obras Públicas (MOP) y que incluye las Avenidas Norte Sur y General Velásquez, las que totalizan 61,91 km de carreteras (41,25 km para la ruta 5 y 20,66 km. para General Velásquez). A la fecha cuenta con varios Convenios Complementarios y Ad-Referéndum.

El plazo de dicha concesión es por un período de 360 meses (30 años) contado desde la fecha de la firma de la adjudicación entre el MOP y el concesionario. De esta forma, su extinción está programada para el año 2032, sin embargo, dicho plazo de concesión podría verse prolongado por 3 años más dada la resolución que tenga el nuevo proyecto enlace de Quilicura.

En la Ilustración 3 se muestra la evolución esperada del EBITDA y de la deuda financiera hasta el término de la concesión.

Ilustración 3  
**Evolución de los flujos Autopista Central**



El EBITDA es calculado en base a lo estimado por **Humphreys**, mientras que para el pago de la deuda se consideran los vencimientos del bono emitido, el préstamo vigente de UF 2.308.070 otorgado por el Banco de Chile y los nuevos pasivos para financiar el proyecto Nudo Quilicura.

## Rutas del Pacífico

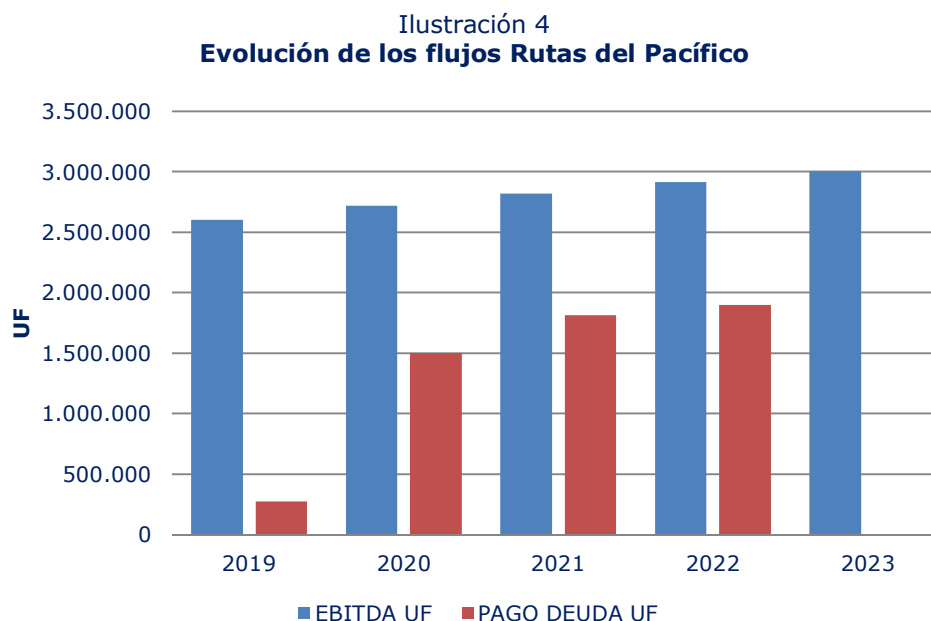
**Sociedad Concesionaria Rutas del Pacífico S.A. (Rutas del Pacífico)** es una sociedad anónima cerrada la cual opera la Concesión Interconexión Vial Santiago – Valparaíso – Viña del Mar, mediante concesión otorgada por el Ministerio de Obras Públicas (MOP), las que totalizan 141,3 km de carreteras compuestos por



109,6 km de la Ruta 68, 21,0 km de la Ruta 62 (Troncal Sur) y 10,7 km de la Ruta 60-CH (Vía Las Palmas). A la fecha cuenta con varios Convenios Complementarios y Ad-Referéndum.

El plazo máximo de dicha concesión es por un período de 300 meses (25 años) contado desde la fecha de la firma de la adjudicación entre el MOP y el concesionario. De esta forma, su extinción está programada para el año 2024 o al completar su ITC (Ingresos Totales de la Concesión), lo que ocurra primero.

En la Ilustración 4 se muestra la evolución del EBITDA esperado y el vencimiento de los pasivos financieros.



El EBITDA es calculado en base a lo estimado por **Humphreys**, mientras que la deuda considera el crédito adquirido durante el 2019 para distribución de dividendos.

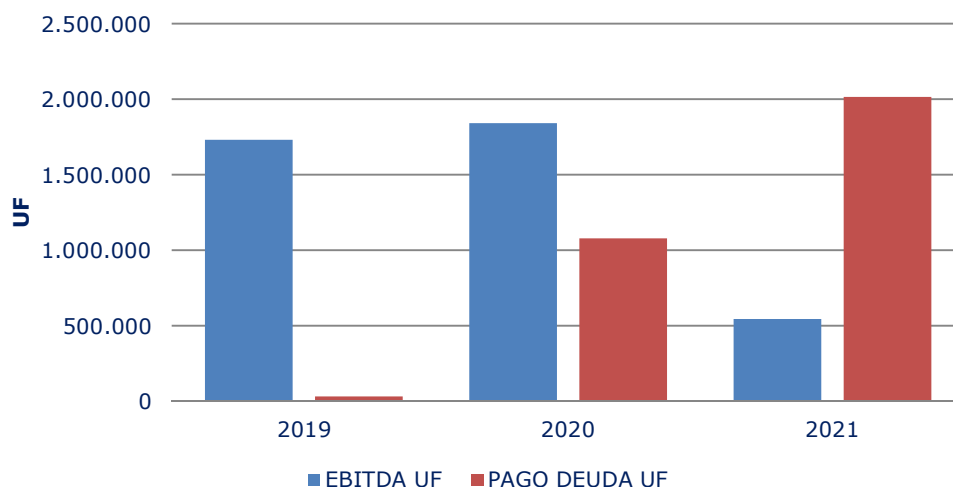
## Autopista del Sol

**Sociedad Concesionaria Autopista del Sol S.A. (Autopista del Sol)** es una sociedad anónima cerrada la cual opera la Concesión Autopista Santiago – San Antonio. Esta vía tiene una longitud de 131,4 kilómetros, se extiende desde Avenida Isabel Riquelme (Santiago) hasta Malloco, en su tramo urbano, y desde Malloco hasta San Antonio, en el interurbano. A la fecha cuenta con varios Convenios Complementarios y Ad-Referéndum.

El plazo de dicha concesión es por un período de 306 meses (25,5 años) contado desde la fecha de la firma de la adjudicación entre el MOP y el concesionario. De esta forma, su extinción está programada para el año 2021.

En la Ilustración 5 se muestra la evolución del EBITDA esperado y el vencimiento de los pasivos financieros.

Ilustración 5  
**Evolución de los flujos Autopista del Sol**



El EBITDA es calculado en base a lo estimado por **Humphreys**, mientras que la deuda corresponde a las proyecciones de uso de la línea de crédito que contrataría la compañía.

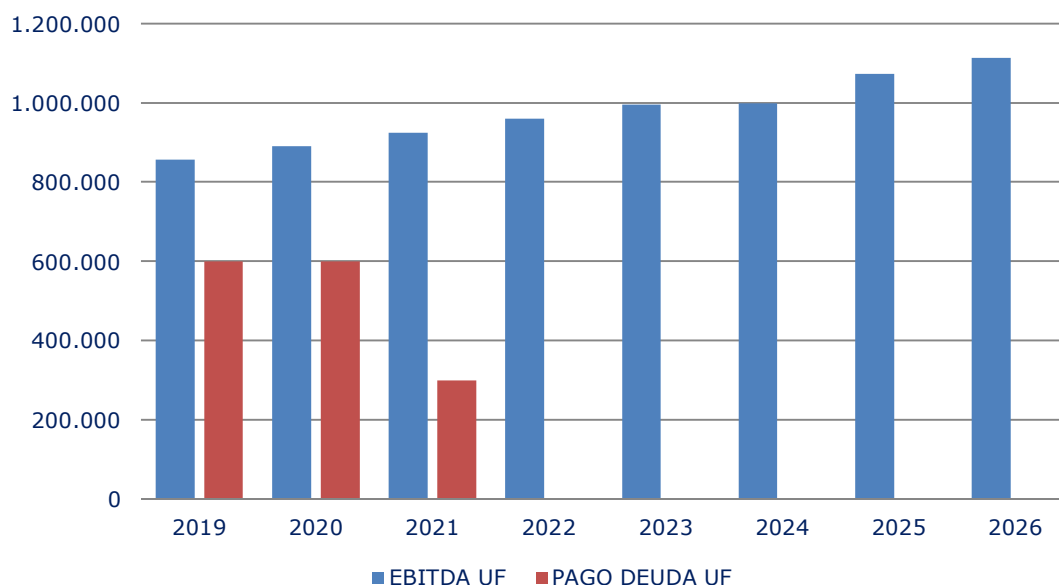
## Autopista Los Libertadores

**Sociedad Concesionaria Autopista Los Libertadores S.A. (Autopista Los Libertadores)** es una sociedad anónima la cual opera la Concesión Ruta 57 Santiago – Colina – Los Andes y se encargar de unir la Región Metropolitana con las provincias de Chacabuco y de los Andes, más conexiones con otras carreteras, con una extensión de 116 kilómetros. A la fecha cuenta con varios Convenios Complementarios.

El plazo de dicha concesión es por un período de 341 meses (28,4 años) contado desde la fecha de la firma de la adjudicación entre el MOP y el concesionario. De esta forma, su extinción está programada para el año 2026.

En la siguiente Ilustración se muestra la evolución del flujo del EBITDA y el vencimiento de los pasivos financieros.

Ilustración 6  
**Evolución de los flujos Autopista Los Libertadores**



El EBITDA es calculado en base a lo estimado por **Humphreys**, mientras que para la deuda se consideran la nueva deuda cerrada para el 2019.

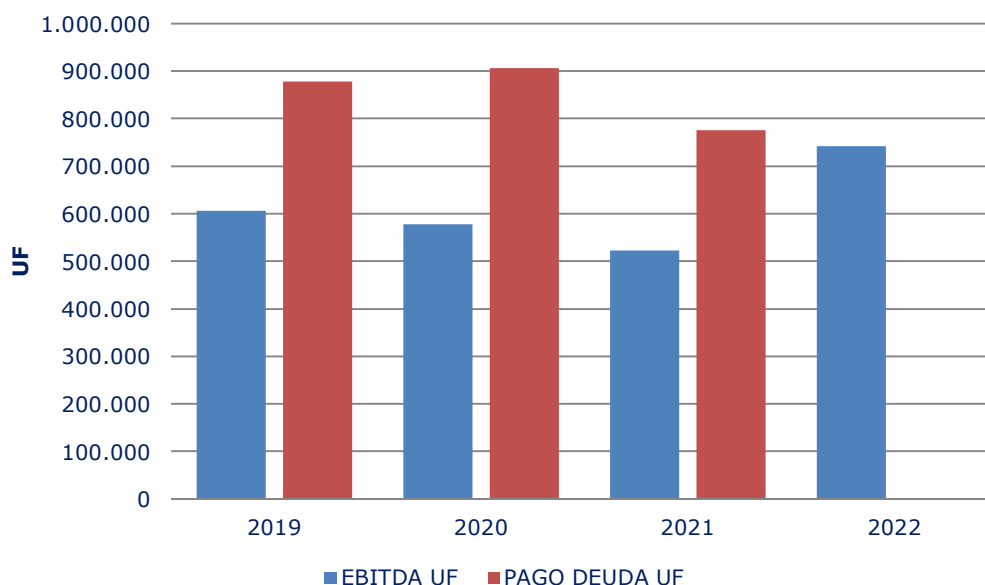
## Rutas del Elqui

**Sociedad Concesionaria del Elqui S.A. (Rutas del Elqui)** es una sociedad anónima cerrada la cual opera la Concesión Ruta 5 Tramo Los Vilos – La Serena, otorgada por el Ministerio de Obras Públicas (MOP). Esta vía tiene una longitud de 229 kilómetros, se extiende en la denominada Ruta 5 norte, desde el norte de Los Vilos hasta La Herradura en Coquimbo. A la fecha cuenta con varios Convenios Complementarios.

El plazo de dicha concesión es por un período de 300 meses (25 años) contado desde la fecha de la firma de la adjudicación entre el MOP y el concesionario. De esta forma, su extinción está programada para el año 2022.

En la siguiente Ilustración se muestra la evolución del flujo del EBITDA y el vencimiento de los pasivos financieros.

Ilustración 7  
**Evolución de los flujos Rutas del Elqui**



El EBITDA es calculado en base a lo estimado por **Humphreys**, mientras que para la deuda se considera el financiamiento otorgado por el Banco Chile.

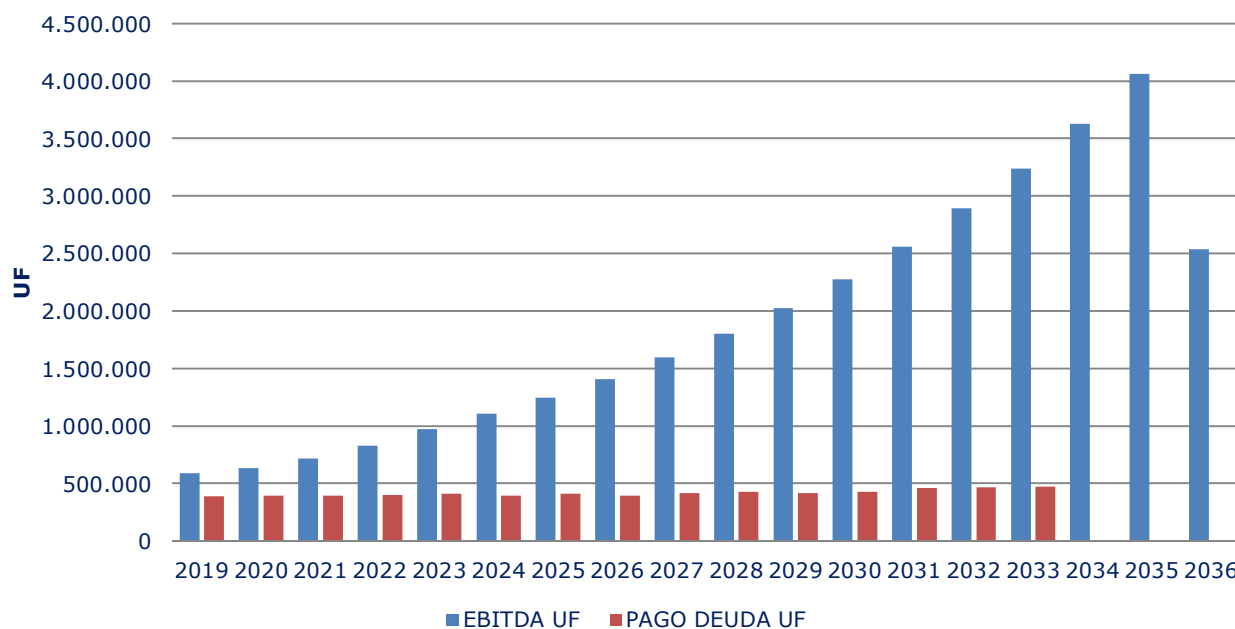
## Autopista Los Andes

**Sociedad Concesionaria Autopista de Los Andes S.A. (Autopista Los Andes)** es una sociedad anónima la cual atraviesa transversalmente el territorio nacional, cruzando la Quinta Región de Valparaíso en sentido oriente-poniente. Esta concesión tiene una longitud efectiva de 90,5 km y está dividida en dos sectores: sector 1, Los Andes – Ruta 5 Norte, y sector 2, Ruta 5 Norte – Enlace Peñablanca. A la fecha cuenta con varios Convenios Complementarios y Ad-Referéndum.

El plazo de dicha concesión es por un período de 384 meses (32 años) contado desde la fecha de la firma de la adjudicación entre el MOP y el concesionario. De esta forma, su extinción está programada para el año 2036.

En la Ilustración 8 se muestra la evolución del flujo del EBITDA y el vencimiento de los pasivos financieros.

Ilustración 8  
**Evolución de los flujos Autopista Los Andes**



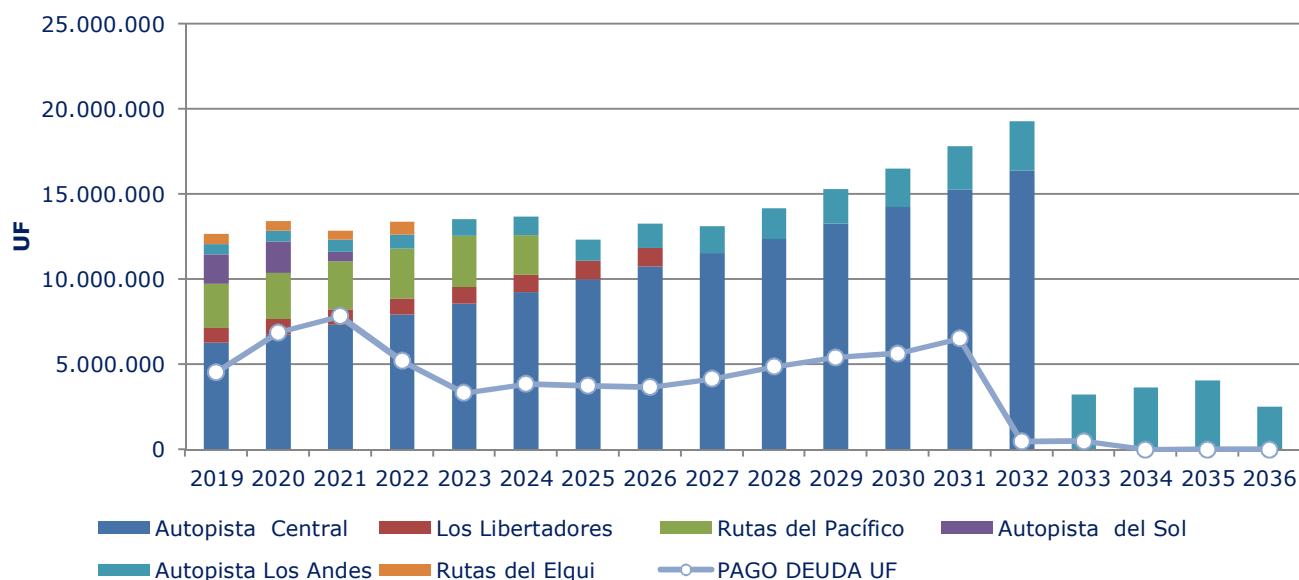
El EBITDA es calculado en base a lo estimado por **Humphreys**, mientras que para la deuda se considera la deuda bancaria con el Banco Estado.

## Análisis consolidado

### EBITDA vs Deuda

En la siguiente Ilustración se muestra el EBITDA consolidado de **Vías Chile**, suma del EBITDA individual de cada una de las filiales operativas, y se contrasta con su deuda financiera consolidada (obligaciones directas de **Vías Chile** más las propias de las concesiones).

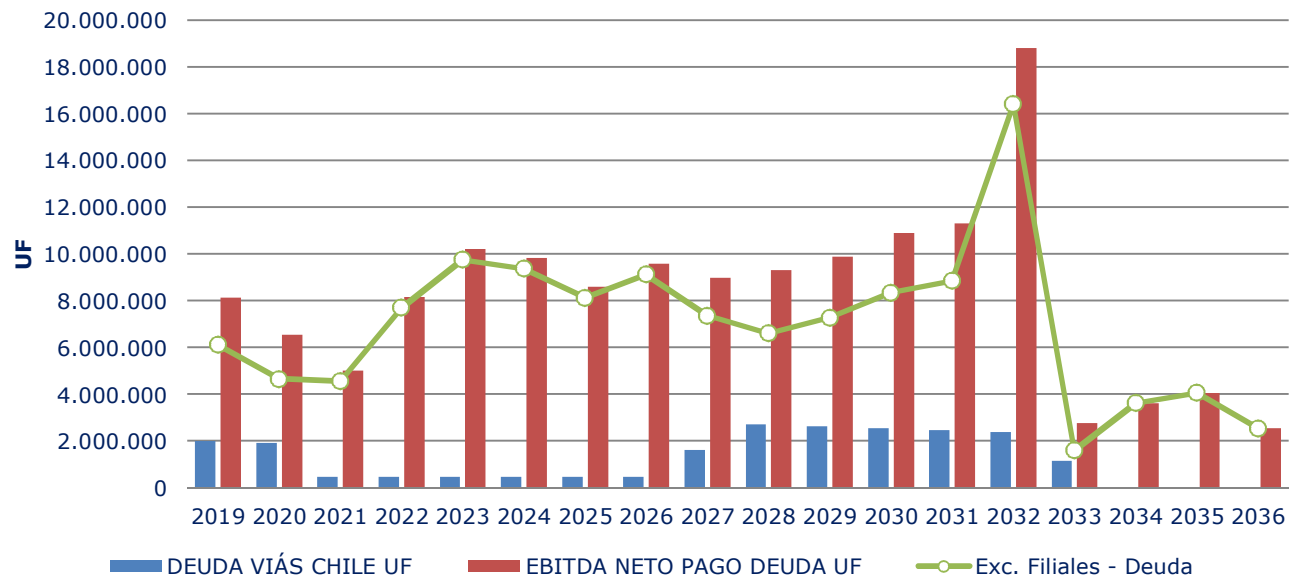
Ilustración 9  
Flujos de las concesiones



## Excedentes de EBITDA

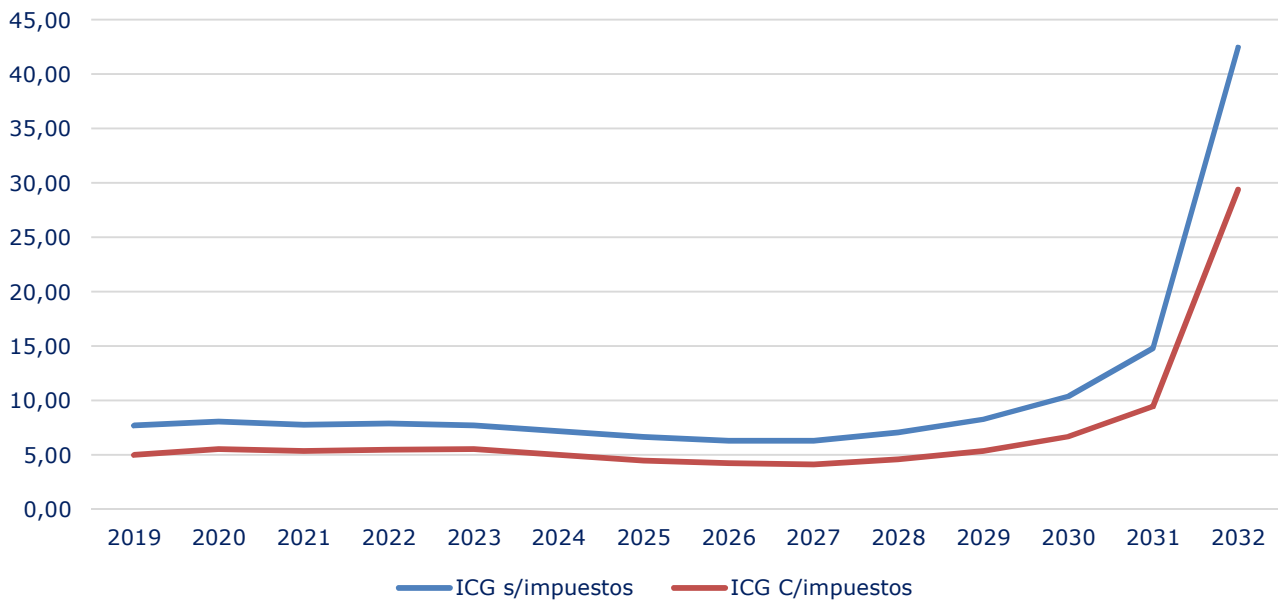
**Vías Chile** a junio del 2018 posee obligaciones de aproximadamente UF 3.800.000, pero estima aumentar dicho pasivo durante el 2019, para llegar a un monto máximo de UF 14.000.000, aproximadamente. En la Ilustración 10 se muestra los vencimientos de la deuda individual de **Vías Chile** y se contrasta con el excedente de EBITDA neto de deudas de las filiales, entendiendo por esto la diferencia entre el EBITDA y el pago por vencimiento anuales de las obligaciones financieras.

Ilustración 10  
**Flujos Vías Chile**



## Índice de cobertura global

Ilustración 11  
**Evolución del ICG**



El indicador de cobertura global es calculado como la relación entre el valor presente del EBITDA proyectado para el período de vigencia del bono, descontado a la tasa de interés de estos, y el valor de la deuda financiera de la concesionaria. Así, si el indicador muestra una relación mayor a uno, previo ajuste por el pago de impuestos, entonces se presume que la compañía no debiera presentar problemas para dar cumplimiento al pago de sus pasivos financieros (bajo el supuesto de un adecuado calce entre los flujos). Al cierre de 2019, este indicador ajustado presenta un valor de 4,98. Como se puede observar en la ilustración, durante los períodos analizados el valor más bajo que presenta la cobertura es de 4,11 veces, lo que significa que el valor actual del EBITDA a ese período más que cuadruplica el valor de la deuda financiera.

En el siguiente cuadro se muestra el ICG ajustado de cada autopista y el de **Vías Chile**, los cuales toman en consideración el valor presente de los flujos generados hasta el fin de cada concesión.

**Cuadro 2**  
**ICG por concesión**

<b>Concesión</b>	<b>ICG</b>
Autopista Central	3,27
Autopista Los Libertadores	4,67
Rutas del Pacífico	3,47
Autopista del Sol	1,92
Autopista Los Andes	3,98
Rutas del Elqui	1,19
<b>Vías Chile</b>	<b>4,98</b>

*"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 Comisión para el Mercado Financiero 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."*