



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

## **Ficha Técnica Infraestructuras**

**Agosto 2015**

Analista  
Hernán Jiménez A.  
Tel. (56) 22433 5200  
[hernan.jimenez@humphreys.cl](mailto:hernan.jimenez@humphreys.cl)

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 224335200 – Fax 224335201  
[ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl)  
[www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl)

## Introducción

Ya han pasado más de diez años desde que se inició la operación de la primera concesión de autopista urbana en Santiago y dicho tiempo arroja datos que permiten contrastar los resultados que éstas han tenido frente a lo que se proyectó inicialmente en sus estudios de tráfico. En la siguiente **Ficha Técnica de Infraestructura (Ficha Técnica)** se busca realizar una comparación cuantitativa de las concesiones urbanas con más historia; Sociedad Concesionaria Autopista Central S.A. (Autopista Central), Sociedad Concesionaria Costanera Norte S.A. (Costanera Norte), Sociedad Concesionaria Vespucio Norte Express S.A. (Vespucio Norte) y la Sociedad Concesionaria Vespucio Sur S.A. (Vespucio Sur). La **Ficha Técnica** se concentrará en los datos presentados desde el 2010 hasta el 2014, principalmente porque el 2010 se implementó la normativa contable *Full IFRS*.

## Concesiones en cifras

Autopista Central (“*Categoría AA*” con tendencia “*Estable*”) es la concesionaria más grande en términos de ingresos, ya que a diciembre de 2014 presentó entradas por UF 5.483.872, seguida por Costanera Norte (“*Categoría AA+*” con tendencia “*Estable*”) con ingresos por UF 3.291.155. Luego sigue Vespucio Norte (“*Categoría A*” con tendencia “*Estable*”) la que registra niveles de UF 2.407.462 y, finalmente, se encuentra Vespucio Sur (“*Categoría AA-*” con tendencia “*Estable*”) con UF 2.091.577.

Es necesario mencionar que los ingresos de las concesionarias no solo incluyen los pagos por el uso de las autopistas (TAG), sino que también el cobro de infractores, la venta de pases diarios y otros relacionados con la operación. Además, es importante considerar que la variación en los ingresos responde a un aumento en el flujo vehicular y a cambios en los niveles tarifarios (peajes).

La Ilustración 1 muestra el crecimiento de los ingresos generados por el pago de peajes de forma agregada frente al incremento del tráfico que se tuvo en el mismo período. En general, dado el aumento en el valor de las tarifas, las autopistas registran adiciones de los ingresos por sobre la variación experimentada en el volumen de tráfico. En promedio, las entradas subieron un 8,2% anual en el tiempo analizado, con un rango entre 6,7% y 12,2% de forma independiente, considerando el efecto que tuvo el terremoto del 2010 sobre las autopistas. El 2014 las concesiones urbanas, de forma agregada, registraron un crecimiento de 5,6%, con un rango individual entre 4,2% y 6,7%. En cuanto al tráfico (sin considerar a una de las autopistas), la mejora promedio en la misma ventana de tiempo pondera un 5,8% con un rango entre 5,1% y 8,1%. Por otro lado, siempre de forma agregada y sin considerar a una de ellas, se puede observar que los crecimientos esperados por los estudios de tráfico iniciales que tenían las concesiones, han estado relativamente cerca de la progresión de los ingresos que se ha observado, sin considerar el impacto que tuvo el 2010 en ellos.

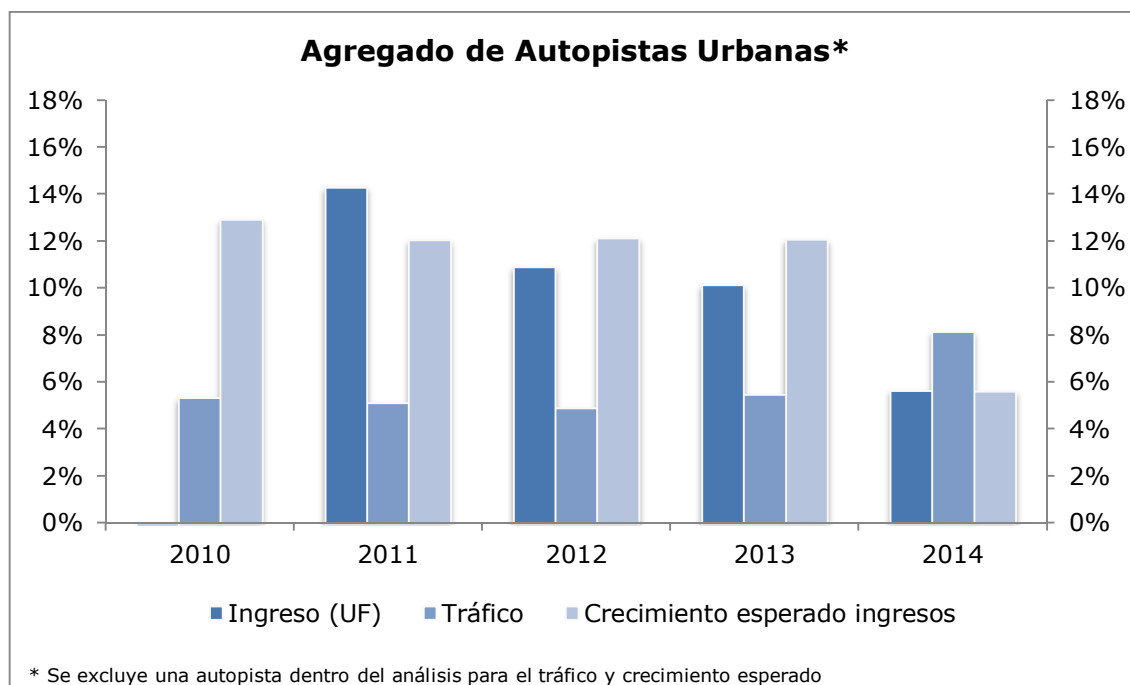


Ilustración 1: Crecimientos de los ingresos por pago de peaje vs Tráfico y Crecimiento esperado

Que el crecimiento de los ingresos de las autopistas urbanas sea mayor al del tráfico se explica por la capacidad que tienen estas sociedades de reajustar el precio de los pódicos, en conformidad con lo establecido en los respectivos contratos suscritos con el Ministerio de Obras Públicas (MOP). Además, a medida que en Santiago aumente el parque automotriz y que se utilicen más las carreteras en ciertos rangos horarios, es más probable que se alcancen los precios de saturación definidos en los referidos contratos, incrementando la recaudación de la sociedad (dado la baja elasticidad precio-demanda que se puede observar).

Sin embargo, más allá si la variación anual de los ingresos reales se han correlacionados con las tasas inicialmente proyectadas, es importante contrastar los ingresos nominales alcanzados con los supuestos en los modelos bases utilizados. La Ilustración 2 presenta la evolución de estas para los años 2009 hasta el 2014 de forma agregada para tres de las cuatros concesiones urbanas.

Hay que recordar que la mayoría de estas proyecciones se realizaron antes de la puesta en marcha de las concesiones, por lo que existen errores de proyección que ahora pueden verse significativas, pero que los modelos de evaluación de **Humphreys** siempre consideraron como probables y, por lo tanto, fueron incorporadas en la clasificación de riesgo. Además, cabe recalcar, que por tratarse de valores agregados, la situación es diferente en cada autopista en forma individual.

Se observa que son reducidas las diferencias<sup>1</sup> que se producen en los primeros años entre los ingresos reales producto del nivel de tráfico y las proyecciones estimadas inicialmente. Sin embargo, desde el 2009 en adelante, la brecha se agranda debido a que estas diferencias comienzan a acumularse e impactar más sobre los montos proyectados de los ingresos. Este efecto se puede ver claramente que entre el año 2009 y 2010 en los que la diferencia pasa de cerca de un 8,9% a un 18,4%, debido a la menor recaudación que causó el terremoto de ese año. En concreto, el referido sismo provocó un efecto negativo en el nivel de ingresos (habiéndose visto afectadas unas autopistas más que otras). Al cierre del 2014, la diferencia entre lo proyectado inicialmente por las concesionarias frente a lo observado en la realidad es de un 26,6% dentro de un rango individual que va entre el 14,6% y el 35,7% (cabe señalar que si los ingresos reales hubiesen alcanzado los niveles presupuestados, las concesionarias habrían podido ejercer un mayor retiro de utilidades –reducción de capital en algunos caso y pago de deuda subordinada en otros– por lo tanto el disponible real para el pago del bono no experimentaría la drástica variación que se observa en los ingreso).

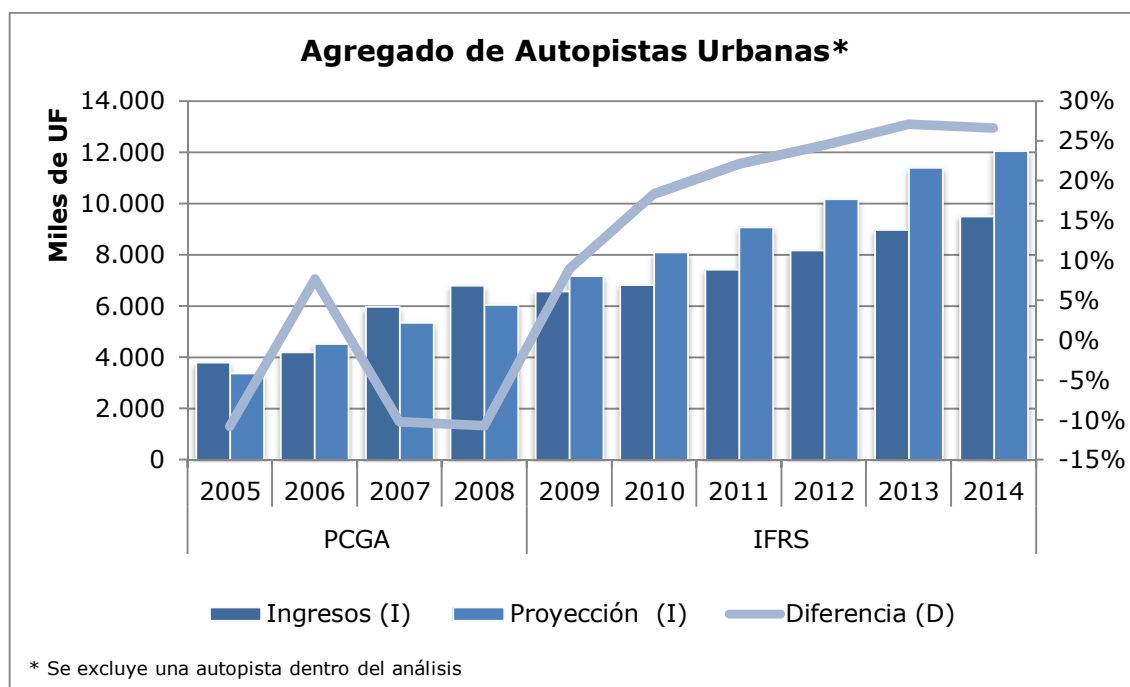


Ilustración 2: Ingresos de las autopistas urbanas frente a las proyecciones de éstas

## Capacidad de pago

A pesar de lo anterior, las sociedades concesionarias han mostrado tener una buena capacidad de hacer frente al servicio de la deuda que cada una posee. Si se calcula el EBITDA<sup>2</sup> de estas sociedades, se puede apreciar que en promedio generan 7,5 veces los pasivos financieros circulantes durante el 2014, con un mínimo de 4,0 y un máximo de 15,8 veces de forma independiente por concesión.

<sup>1</sup> Medido como (Proyección / Ingresos) - 1 en cada periodo de tiempo.

<sup>2</sup> EBITDA calculado como Ingresos ordinarios menos costos por naturaleza y gastos de administración y venta.

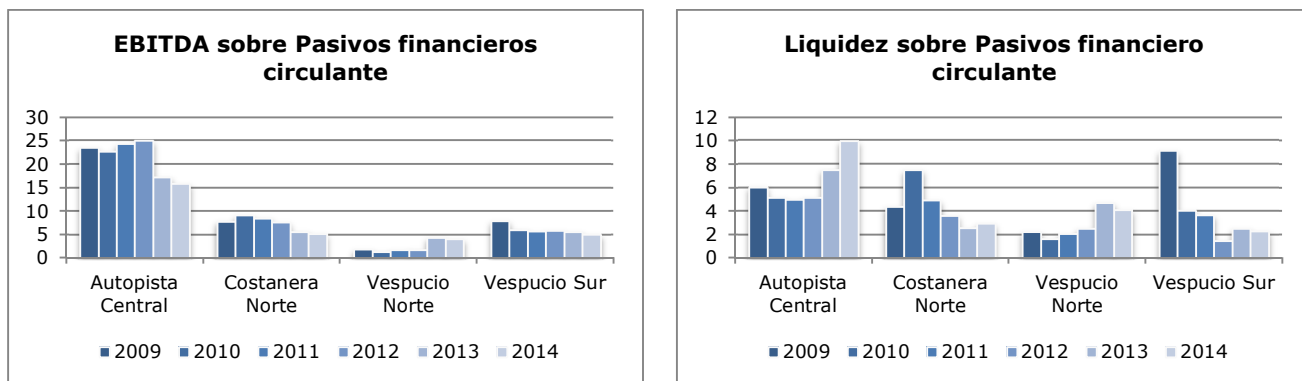


Ilustración 3: Indicadores de capacidad de pago

Además, la capacidad de pago de la concesionarias se ve reforzada por las exigencias, por parte de las compañías que aseguran los bonos emitidos, en cuanto a mantener fondos de reservas para hacer frente a los pagos de cupón más próximos. Es así como en 2014 sus cuentas líquidas promediaban cerca de cinco veces los pasivos financieros circulantes respectivos. Teniendo como máximo a 2009 con un ratio de 5,4 veces y como mínimo a 2012 con un ratio de 3,2 veces. Estos últimos dos puntos se pueden observar en la Ilustración 3.

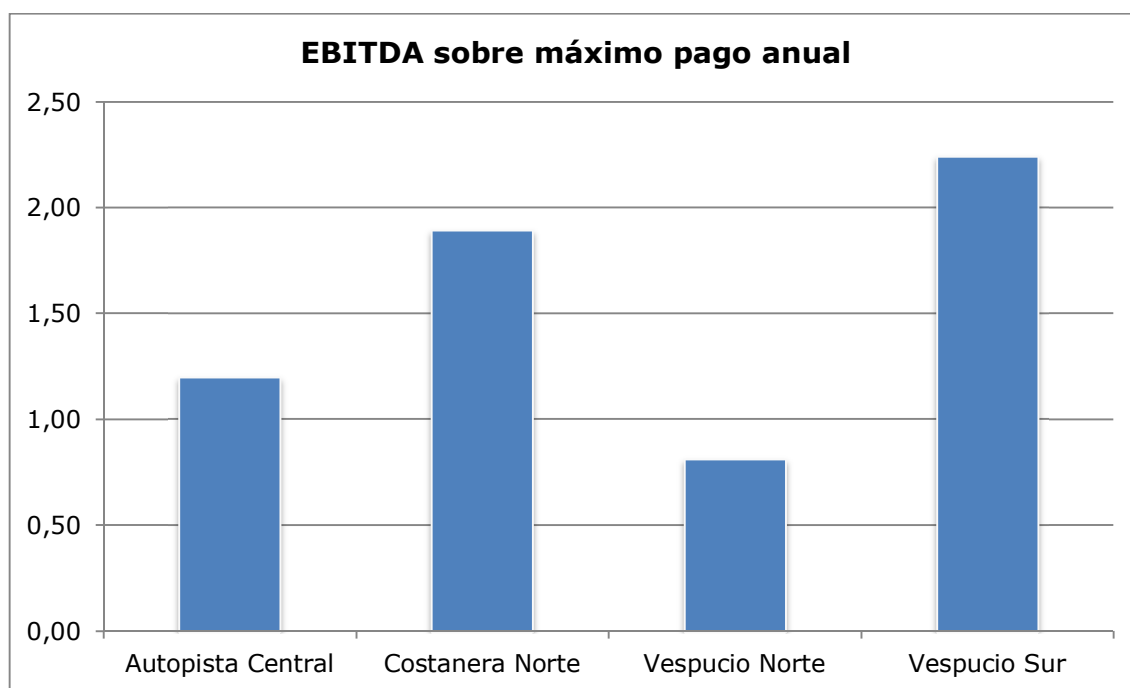


Ilustración 4: Cobertura del máximo cupón frente a EBITDA 2014

Por último, tomando como referencia el EBITDA generado al cierre de 2014, las concesionarias presentan una buena cobertura sobre el máximo pago de los cupones anual al que se enfrentan. Vespucio Sur es la más alta de las concesiones analizadas con una relación de 2,2 veces, seguida por Costanera Norte con 1,9

veces y Autopista Central con 1,2 veces. A ello se debe agregar que lo más probable –con un alto nivel de certeza– es que el EBITDA de estas compañías siga creciendo y, en caso de crisis coyunturales, existen reservas líquidas elevadas.

Vespucio Norte es la única que con el EBITDA de 2014 aún no logra cubrir el máximo cupón, presentando una relación de 0,8 veces. Sin embargo, con un crecimiento de 23% del EBITDA (equivalente a un 2,1% anual hasta el máximo pago) lograría cubrirlo. Por otra parte, se debe señalar que el EBITDA de 2014 supera todos los pagos de cupones hasta 2020, que la empresa puede reajustar tarifas y que el fondo actual de liquidez equivale a 0,8 veces el máximo cupón.

Es importante mencionar que la duración de las concesiones es mayor que la de los bonos, lo que permite capacidad de refinanciamiento de ser necesario y/o incentivo para apoyar a las sociedades. En el caso de Vespucio Sur la concesión termina 12 años después de último vencimiento del bono; en Costanera Norte son 10, en Autopista Central 5 y en Vespucio Norte 4 años.

## Palabras finales

No debiera extrañar que las proyecciones iniciales de los ingresos difieran de los resultados reales obtenidos, ya que lo primeros están supeditados al grado de cumplimiento de los supuestos utilizados, que muchas veces pueden ser alterados por motivos de fuerza mayor, como fue el caso del terremoto del año 2010. Lo relevante es que las clasificaciones asignadas por **Humphreys** siempre incorporan tales eventos (estrés severos). Sin embargo, a medida que se tienen más antecedentes sobre el comportamiento de las variables claves para este tipo de concesiones –como por ejemplo el crecimiento de los tráficos, tiempo de respuesta, reposición de servicios frente a catástrofes, crecimiento de parque automotriz y uso de infraestructura en diversas etapas de los ciclos económicos– se puede mejorar la capacidad de proyección (o ablandar los supuestos más fuertes que se utilizan al inicio) y la estimación de la capacidad de pago de las deudas. En este sentido, se puede decir que se ha acumulado bastante experiencia en este tipo de negocios; en particular **Humphreys** que clasifica cuatro autopistas urbanas y 6 interurbanas (incluida la clasificación indirecta a través de un patrimonio separado).

Por otra parte, la participación de diversas instituciones que garantizan el pago de la deuda de las sociedades, generaron estándares de exigencia (fondos de liquidez, restricciones al pago de dividendos y otras) que han dado mayor solidez a la capacidad de pago de las concesionarias y que han probado su efectividad en la práctica.

Con la experiencia de estas cuatro compañías analizadas (sumada a la obtenida en autopistas interurbanas), se podría esperar que las futuras concesiones tengan mayor y mejor acceso al mercado de valores, en especial, por cuanto se ha constatado que han entregado un riesgo adecuado a los inversionistas.