



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

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

## Vías Chile S.A.

Enero 2020

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 224335200 – Fax 224335201  
ratings@humphreys.cl  
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos y bonos	AA
Tendencia	Estable
Otros instrumentos	No hay
Estados Financieros base	30 de septiembre 2019

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Líneas a 10 años	N° 938 de 17.04.19
Serie B	Primera emisión
Línea a 20 años	N° 939 de 17.04.19
Serie A	Primera emisión

#### Estado de Resultado consolidado, IFRS

MM\$	2015	2016	2017	2018	sept-19
Ingresos de explotación	128.746	389.598	492.402	400.174	319.267
Gasto de personal	-13.525	-26.072	-19.296	-22.991	-18.543
Otros gastos de explotación	-22.697	-56.523	-60.797	-68.015	-46.243
Gastos financieros	-60.037	-106.842	-102.700	-56.098	-62.665
Ganancia	5.793	232.177	33.862	81.448	60.895

#### Estado de Situación Financiera consolidado, IFRS

MM\$	2015	2016	2017	2018	sept-19
Activos Corrientes	388.033	645.306	587.843	557.579	176.151
Activos No Corrientes	1.193.086	2.669.440	2.547.577	2.352.441	2.230.733
<b>Total Activos</b>	<b>1.581.119</b>	<b>3.314.746</b>	<b>3.135.420</b>	<b>2.910.020</b>	<b>2.706.884</b>
Pasivos Corrientes	131.582	185.741	334.082	305.923	318.002
Pasivos No Corrientes	896.218	1.596.135	1.243.127	1.015.657	1.498.613
<b>Patrimonio</b>	<b>553.319</b>	<b>1.532.870</b>	<b>1.558.211</b>	<b>1.588.440</b>	<b>890.269</b>
<b>Total Pasivos y Patrimonio</b>	<b>1.581.119</b>	<b>3.314.746</b>	<b>3.135.420</b>	<b>2.910.020</b>	<b>2.706.884</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 los primeros nueve meses del 2019, el *holding* tuvo un EBITDA de \$ 263.495 millones, lo que significó un incremento del 12,5% con respecto al mismo trimestre del año anterior, y beneficios netos equivalentes a \$ 60.895 millones. A la misma fecha tiene un patrimonio de \$ 890.269 millones y pasivos totales equivalentes a \$ 1.816.615 millones, de los cuales un 72,5% corresponde a deuda financiera, los que se respaldan con un total de \$ 2.706.884 millones de activos.

Dentro de los principales fundamentos que sustentan la clasificación en “*Categoría AA*” 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 6,8 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 consolidado de la compañía representa un 53,9% del total de sus obligaciones y un 18,5% de los pasivos financieros consolidados.

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, un crecimiento de 2,9% a septiembre de 2019 en comparación al mismo trimestre de 2018 según el indicador IMD (28.193).

<sup>1</sup> IC se define como la relación entre el valor actual de los flujos de las filiales descontado a la tasa de la deuda y 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.

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 reflejadas—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 con la alta dependencia del pago de la deuda a la generación de flujos de Autopista Central, la que en promedio aporta un 77% del EBITDA consolidado.

Considerando el Hecho Esencial emitido el 18 de diciembre de 2019, se sensibilizaron los flujos de su principal filial (donde la sociedad cesionaria acuerda con el Ministerio de Obras Públicas no aplicar el reajuste real anual de 3,5% durante todo el plazo restante de la concesión) y aquellas que más se vieron afectadas tras los eventos posteriores al 18 de octubre de 2019, aumentando en 20% la relación del pago sobre EBITDA neto de **Vías Chile**. Además, el índice de cobertura ante un escenario ajustado de nulo crecimiento y ajustado por impuesto, se reduce a 3,13 veces.

### 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

### La Compañía

**Vías Chile** es un *holding* controlado en un 80% por Abertis Infraestructura S.A., entidad de origen español dedicada a la gestión de autopistas, lo que incluye construcción, mantención, explotación y operación de éstas (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 kilómetro se sitúan en Chile distribuidos en seis concesiones.

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.**

### Distribución de flujos

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 Ilustración 1 muestra la importancia relativa de las seis concesiones en función del EBITDA generado en el último cierre anual disponible.

Distribución del EBITDA por concesiones de Vías Chile

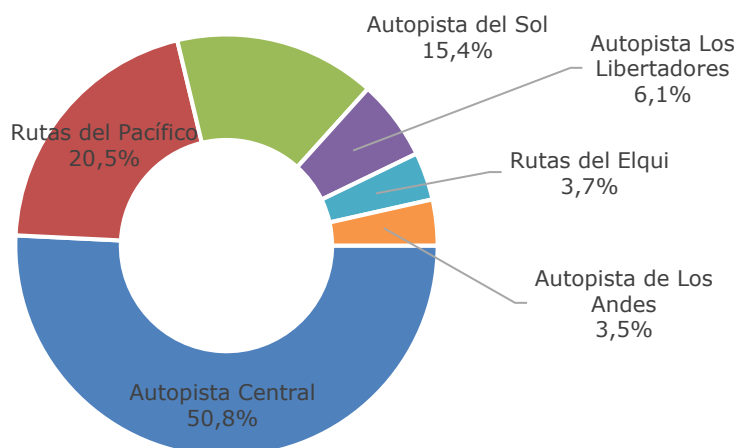


Ilustración 1: Distribución del EBITDA generado por las concesiones.

## 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).

El plazo de dicha concesión es por un período de 360 meses (30 años) contado desde la fecha de la firma del convenio 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 los diversos convenios Ad-Referéndum firmados.

### 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 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 de dicha concesión es variable hasta completar el ITC, con un máximo de 300 meses (25 años) contado desde la fecha del convenio entre el MOP y el concesionario. De esta forma, su extinción está programada para el año 2024, luego de cumplido el ITC y aplicar los 10 meses de extensión adicionales producto de la compensación por las obras del *Free Flow*.

### 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 del convenio entre el MOP y el concesionario. De esta forma, su extinción está programada para el año 2021.

Al cierre de 2018 la concesión cuenta con más de UF 1.800.000 en efectivo y cuentas por cobrar con relacionadas.

## **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 encargará 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 y Ad-Referéndum.

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

## **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 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 del convenio entre el MOP y el concesionario. De esta forma, su extinción está programada para el año 2022.

Al cierre de 2018 la concesión cuenta con más de UF 5.500.000 en efectivo y cuentas por cobrar con relacionadas.

## **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.

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

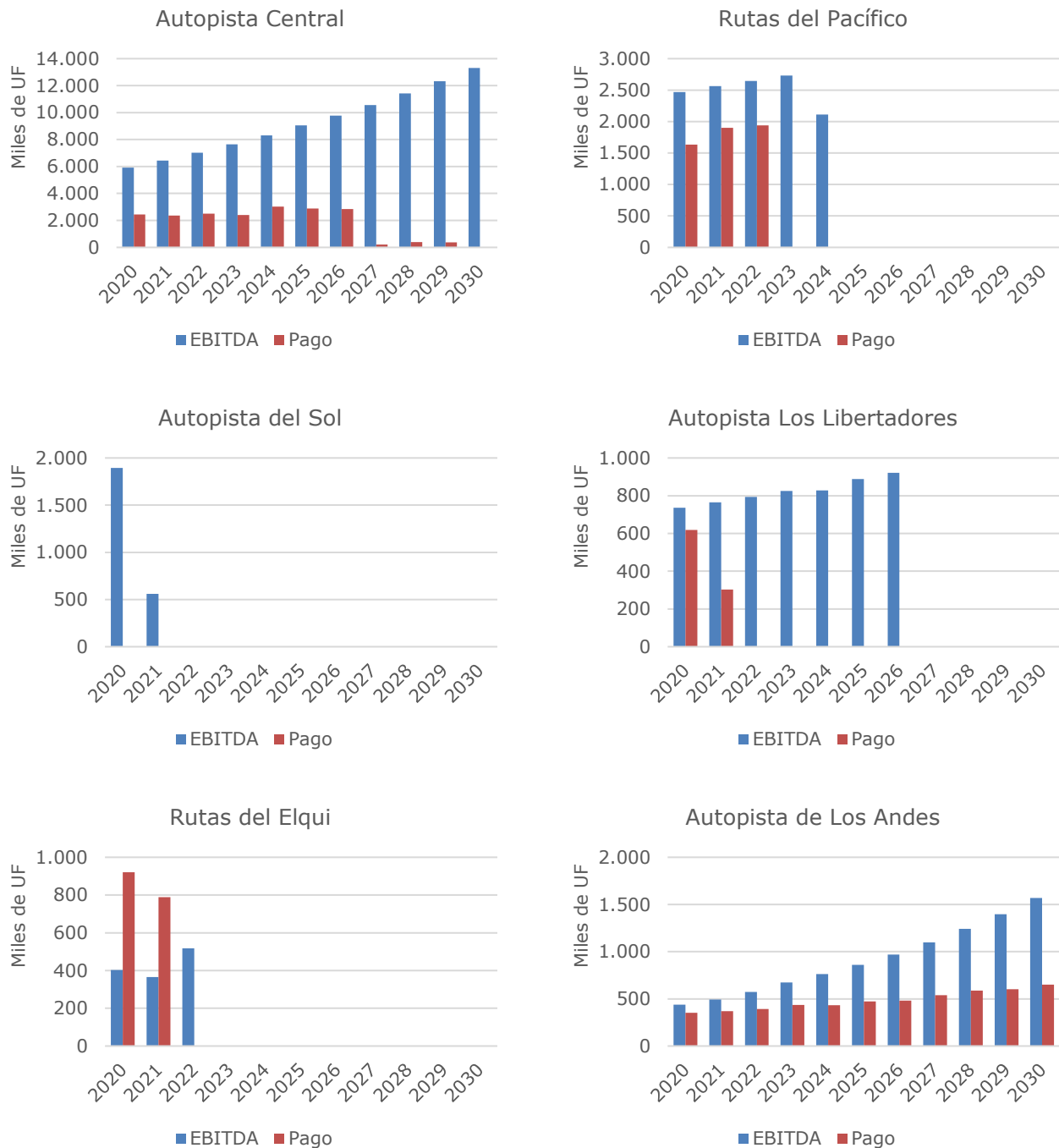


Ilustración 2: Evolución de los flujos de las concesiones de Vías Chile



## Análisis consolidado

### EBITDA vs Deuda

La Ilustración 3 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).

### Excedentes de EBITDA

**Vías Chile** posee obligaciones por UF 16.147.252 a septiembre de 2019. En la Ilustración 4 se muestran los vencimientos futuros de la deuda individual de **Vías Chile** y se contrasta con el EBITDA neto de deudas de las filiales, entendiendo por esto la diferencia entre el EBITDA de las sociedades concesionarias y el pago por vencimientos anuales de las obligaciones financieras.

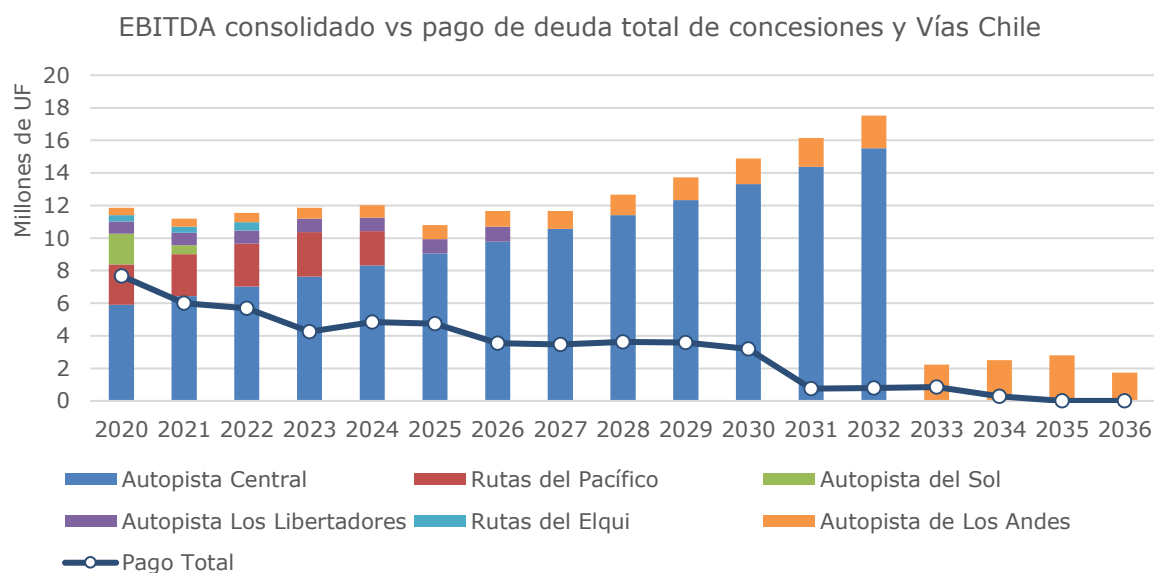
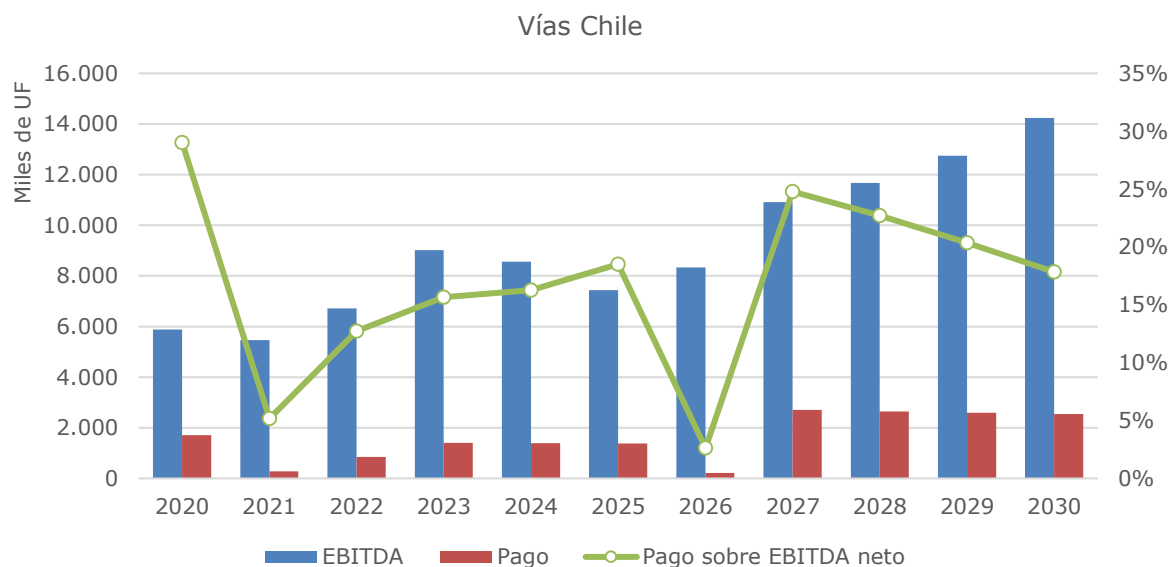


Ilustración 3: EBITDA consolidado vs pago total de las concesiones y de Vías Chile



**Ilustración 4: EBITDA neto de Vías Chile frente a pago de deuda**

*"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."*