

FELLER RATE REDUCE LA CLASIFICACIÓN DE LOS BONOS DE CONCESIONARIA MELIPILLA DESDE “AA-“ A “A-“. LAS PERSPECTIVAS DE LA CLASIFICACION SON NEGATIVAS.

Contacto

Manuel Acuña / manuel.acuna@feller-rate.cl / Fono: (562) 757-0400

Santiago, Chile – 25 de agosto de 2008. Feller Rate bajó la clasificación de los bonos Serie A de Sociedad Concesionaria Melipilla S.A. desde “AA-“ a “A-“ y asignó perspectivas negativas a la clasificación.

El cambio de clasificación responde a que la concesionaria presenta un saldo de recursos en efectivo menor al proyectado en el escenario de estructuración de los bonos (Escenario IMG), producto principalmente del efecto de costos de operación por sobre los estimados inicialmente por la concesionaria de la carretera Variante Melipilla, no obstante que los costos reales han presentado una tendencia decreciente en los últimos 2 años. Los ingresos por cobro de peajes también presentan niveles superiores a los proyectados, sin embargo, estos han contrarrestado sólo parcialmente el efecto de mayores costos en el flujo de caja y en 2008 han presentado un desempeño por debajo de su crecimiento esperado, que fue estimado en niveles más favorables sobre la base de la historia acumulada en el período 2004-2007 y la incorporación en 2007 de una norma de tránsito aplicable en la zona relevante para la carretera que beneficia su capacidad potencial para captar tráfico de vehículos de carga pesada.

La clasificación A- obedece a la importante mitigación del riesgo de tráfico provista por la existencia de Ingresos Mínimos Garantizados (IMGs) por el Estado en beneficio de la concesionaria. Los IMGs permiten que la concesionaria cubra adecuadamente el servicio de la deuda en escenarios proyectados por Feller Rate con relativamente bajos niveles de crecimiento promedio de los ingresos por cobros de peajes, requiriendo en esos casos mantener un muy buen control sobre los egresos de caja por conceptos de costos y gastos de operación y mantenimiento.

Entre 2004 y junio de 2008 los ingresos por cobro de peajes se han mantenido en un nivel superior a los proyectados en el Escenario IMG (pero por debajo de los ingresos del Escenario Base del estudio de tráfico), acumulando un exceso de un 8%. En contraposición, en el período 2005-2006 los egresos de operación excedieron en un 25% los valores proyectados, provocando que los ratios de cobertura del servicio de la deuda (DSCR) presentaran niveles menores a los estimados en el Escenario IMG. La exposición del flujo de caja a potenciales sobrecostos en la operación ha sido considerada permanentemente como factor importante para el desempeño financiero de la concesionaria. Cabe destacar que los costos de operación y mantenimiento incluidos en el modelo proyectado original fueron revisados por un Ingeniero Independiente (EDIC) y se consideró que contaban con adecuadas condiciones de predictibilidad y estabilidad potencial, debido a la baja complejidad de la carretera (8 Km. de extensión y sin un diseño complejo de obras) y a la calidad de los operadores y patrocinador participantes en la concesión.

En el período 2007-2008 la concesionaria ha reducido considerablemente los egresos de fondos de la operación (con bajas de 19% y 10% respectivamente), de manera que el flujo de caja neto y los DSCR han alcanzado los niveles proyectados originalmente. En 2008 los egresos de la operación se encuentran aproximadamente un 1% por debajo del Escenario Base proyectado en el modelo original (escenario con ingresos por peajes según estudio de tráfico), pero son superiores en un 11% a los proyectados en Escenario IMG.

Las “perspectivas negativas” asignadas a la clasificación reflejan que si la concesionaria mantiene una posición de saldos de caja significativamente menor respecto de los niveles proyectados, se expone a partir de 2012 a potenciales eventos de incumplimiento de obligaciones contempladas en el contrato de bonos, correspondientes a mantener ciertos montos mínimos en cuentas de reserva, los cuales se hacen más exigentes a partir de 2009. No obstante, en favor de la posición de liquidez y flexibilidad financiera de la concesionaria, se considera que en 2009 esta recibirá del Estado la última cuota de Subsidio Fijo (SF) fortaleciendo su nivel de caja, que el perfil de vencimientos de la deuda se ve moderado en 2009 para aumentar su exigencia paulatinamente a partir de 2012 (con niveles de amortización de capital crecientes), que el plazo estimado para tener que realizar obras de mantenimiento mayor a la carretera ha sido diferido respecto de la proyección original de 2010 a 2016 (estudio independiente de APSA), y que la concesión cuenta con 9 años de derechos de explotación por sobre el plazo final de pago de los bonos.

En una futura revisión de la clasificación durante 2008-2009, Feller Rate considerará la evolución del tráfico, costos y, principalmente, del nivel de protección de los saldos de caja de la concesionaria frente a las obligaciones del contrato de bonos, que dependerá del desempeño de la operación y de las eventuales gestiones financieras que la concesionaria pueda llevar a cabo. En ese período, en caso que la mencionada exposición a posibles incumplimientos no se reduzca significativamente, la clasificación podría ser revisada a la baja, estimando preliminarmente que en esa eventual situación la clasificación se mantendría en grado inversión.

Sociedad Concesionaria Melipilla es propiedad de Besalco S.A. (BBB+ por Feller Rate) a través de Besalco Concesiones S.A. La sociedad posee la concesión de la obra Variante Melipilla por 30 años, hasta 2033, mientras que la cobertura de IMGs termina en 2023 y el perfil de pago de los bonos Serie A en 2024.

La carretera Variante Melipilla constituye una vía bidireccional, alternativa a la ruta urbana que atraviesa Melipilla (con ventajas en tiempo de traslado y calidad de servicio), uniendo la Ruta 78 (Autopista del Sol, Santiago-San Antonio) y la Ruta G-60, que a su vez permite el tránsito de vehículos desde y hacia las zonas de Rapel y a la costa norte de la VI Región. Finalizada su construcción, la concesionaria inició el cobro de peajes en abril de 2004 y la carretera obtuvo su puesta en servicio definitiva en enero de 2005. Las tarifas de peaje pueden ser reajustadas una vez al año por la variación anual del IPC y se les puede aplicar un alza real anual de hasta 3%. Los riesgos catastróficos están cubiertos por pólizas de seguros de La Interamericana (AA por Feller Rate).

La deuda de la concesionaria está concentrada en sus bonos Serie A (inscripción N° 335) colocados en 2003, con una tasa de 6,5% anual y un capital original de UF 660 mil, manteniendo un saldo insoluto de UF 597 mil. El pago de los bonos fue estructurado sobre la base del valor presente de los montos de Subsidios Fijos e Ingresos Mínimos Garantizados comprometidos por el Estado mediante el contrato de concesión, netos de gastos operacionales proyectados para la concesionaria. Los SFs corresponden a 6 cuotas anuales de UF 50.824, siendo la última la que recibirá en 2009, con plazo máximo en junio. Los IMGs son 20 montos anuales fijados para el período 2004-2023, de manera que si en un año los cobros de peajes efectivos son menores al correspondiente IMG, la concesionaria debe recibir como compensación la diferencia, teniendo como plazo máximo el mes de junio del año siguiente. Debido a esta forma de pago, el desempeño real del tráfico y de los ingresos por cobro de peaje tiene un efecto sobre la oportunidad en que se reciben los ingresos equivalentes a montos de IMG.

La calidad crediticia del financiamiento se ve favorecida de manera importante por la fortaleza de los flujos de ingresos de la concesionaria, respaldada por la obtención de pagos de SFs e IMGs, contrarrestando los relativamente estrechos ratios financieros proyectados en el Escenario IMG, usado en el origen para estructurar la deuda, con coberturas LLCR de 1,1x (para el plazo de la deuda) y PLCR de 1,3x (para el plazo de la concesión).

La concesionaria está sujeta a una estructura de administración de los fondos obtenidos en la operación a través de cuentas especiales con usos restringidos y al cumplimiento de un test de desempeño financiero antes de poder realizar retiros de caja hacia los accionistas (coberturas mínimas, endeudamiento máximo y montos mínimos en cuentas especiales). Los requisitos establecidos para permitir un reparto de dividendos representan un nivel de exigencia relevante, de manera que la concesionaria requiere de un desempeño significativamente superior al proyectado en el Escenario IMG de estructuración del bono. Por lo tanto, la combinación del manejo de cuentas especiales con usos restringidos (algunas con fondos mínimos obligatorios) y la aplicación de un test que limita el reparto de dividendos, derivan en el mantenimiento de saldos de caja que representan un respaldo para la posición de liquidez de la concesionaria y fortalecen la capacidad para cubrir el servicio de la deuda en períodos en que los DSCR proyectados son débiles.

La estructura de administración de los fondos de la concesionaria incluye cuentas que deben mantener niveles mínimos obligatorios, como son la reserva para la operación (equivalente a 2 meses de costos y gastos), la reserva para mantenimiento mayor (los fondos requeridos se deben reservar con un semestre de anticipación a las obras) y la reserva para el servicio de la deuda (hasta 2008 debe tener en cada semestre un monto equivalente a 1x el siguiente cupón y desde 2009 un monto equivalente a 1,5x el siguiente cupón).

La captación inicial de tráfico por la carretera fue menor a la proyectada por el estudio de tráfico independiente realizado por CIS. En 2005 el tráfico en número de vehículos fue un 11% menor que el caso base proyectado y un 7% menor que el caso pesimista proyectado. Sin embargo, posteriormente el tráfico (vehículos equivalentes) ha presentado favorables tasas de crecimiento, aunque decrecientes, de 14% en 2006, 10% en 2007 y 7% a junio de 2008 (acumulado 12 meses).

En el primer semestre de 2008, respecto igual período de 2007, el tráfico equivalente redujo su crecimiento a un 3%, situación que según la concesionaria estuvo muy influenciada por la sequía que afectó extraordinariamente el nivel de las aguas del Lago Rapel, siendo menos atractivo como centro vacacional que lo habitual. Cabe destacar que en agosto de 2007 comenzó a regir una norma de tránsito que prohíbe cierto tráfico de camiones pesados por el interior de Melipilla. No obstante, pese a que el tráfico de este tipo de vehículos presenta mayores crecimientos, la carretera no ha mostrado la captación de tráfico adicional que fue estimada por la concesionaria tras la incorporación de dicha norma de tránsito. La concesionaria estima que se mantiene un potencial desarrollo como resultado de la norma de tránsito, ya que el cumplimiento de esta no tendría todavía una adecuada fiscalización.

Los ingresos por cobro de peajes han mostrado crecimientos, en términos reales, de 16,2% en 2006 y 11,3% en 2007, tasas mayores que las proyectadas por el estudio de tráfico. A junio de 2008 muestra un alza de 7,9% en el acumulado en 12 meses y de 4,5% en el semestre.

Hasta la fecha la concesionaria no ha requerido de cobros compensatorios por concepto de IMGs. En 2007 los ingresos por peaje fueron 9,6% superiores al monto de IMG para ese año. La fortaleza de los montos de IMGs se refleja en que presentan una tasa crecimiento anual de 10,7%, mientras que en el mismo horizonte las tasas de crecimiento promedio para los ingresos proyectadas por el estudio de tráfico en los escenarios base y pesimista son de 8,2% y 6,8%, respectivamente. Por lo tanto, se estima que la concesionaria podría recibir el primer pago por concepto de IMG entre 2010 y 2012, dependiendo del nivel de tráfico alcanzado.

La concesionaria ha logrado reducir considerablemente los egresos por costos y gastos de operación y mantenimiento. No obstante, es un factor muy importante para el desempeño financiero que la concesionaria pueda mantener en el futuro un buen control sobre los egresos. Los principales contratos de servicios corresponden a los realizados por Central Parking System a través de un acuerdo con Autopista del Sol. Estos se renuevan cada 2 años y actualmente contienen una cláusula que permitiría reducir egresos por aproximadamente UF 1.000 anuales (6% de los egresos actuales) a partir de la fecha en que se comiencen a recibir pagos por de peajes en un nivel cercano al IMG (IMG+1,5%).

Frente a escenarios proyectados de crecimiento de ingresos por cobro efectivo de peajes con tasas cercanas a las estimadas por el estudio y modelo iniciales (8%-7%), la cobertura total y oportuna del servicio de los bonos resiste razonables sensibilizaciones al alza en los futuros egresos de fondos por costos y gastos operacionales (3% de alza cada 2 años de egresos recurrentes y sobrecostos importantes en mantenimiento mayor). En el caso de crecimientos moderados de los ingresos (6%-5%), la concesionaria requerirá de un control estricto de egresos para cubrir adecuadamente el servicio de la deuda. Cabe destacar el efecto positivo en los ingresos esperados proveniente de la capacidad de la concesionaria para subir las tarifas anualmente un 3% real.

La concesionaria ha mantenido los fondos requeridos por las cuentas de reserva obligatorias. Sin embargo, los sobrecostos acumulados en la operación han generado un efecto en el saldo de caja total de concesionaria (incluyendo reservas obligatorias, cuentas contingentes y fondos disponibles), que se encuentra por debajo del nivel proyectado en el Escenario IMG de estructuración de la deuda. Como consecuencia de este debilitamiento del saldo de caja respecto de lo esperado, la concesionaria se expone en el futuro a no poder cumplir la obligación de tener un mayor monto de reserva para el servicio de la deuda, exigido a partir de 2009 (pasa de 1x el cupón semestral a 1,5x el cupón semestral). Debido a que la concesionaria recibirá el primer semestre de 2009 la última cuota de SF de UF 50.824, esos recursos permitirán fortalecer transitoriamente su posición de liquidez (además la concesionaria dispone de la flexibilidad para tomar deuda adicional por hasta UF 23.000, facultad que podría ser usada como puente de financiamiento), no obstante, Feller Rate estima que la concesionaria requiere de una muy importante mejora adicional en su posición de caja para enfrentar las exigencias de fondos en reserva obligatorios a partir de 2011-2013 (por ejemplo, un escenario de permanente crecimiento de ingresos por cobro de peajes superior a 9% anual y muy fuerte control de costos).

El período de 9 años que dura la concesión por sobre el plazo de los bonos representa una potencial fuente de flexibilidad financiera. El ratio PLCR se ubica en el rango 1,2x-1,3x en los escenarios proyectados más probables de desempeño de la concesionaria.