

Fitch afirmó COP80.000MM de 3ª Emisión de Bonos PISA 'AA+(col)'

Fitch Ratings-Bogotá-24 de Febrero 2014: Fitch Ratings afirmó las calificaciones de las dos series de la Tercera Emisión de Bonos "AA+" (col), con perspectiva estable, a Proyectos de Infraestructura S.A. (PISA) por COP80.000 millones tasa variable con vencimiento en Mayo 2016 y Mayo 2019.

Las confirmaciones de las actuales calificaciones se fundamentan en el adecuado comportamiento del tráfico, los oportunos aumentos tarifarios establecidos contractualmente, las características casi monopólicas del activo, los ingresos por concepto de dividendos recibidos por PISA de parte de CCFC, y un prudente manejo de costos y gastos, que han permitido una adecuada flexibilidad financiera. PISA se encuentra con un bajo nivel de apalancamiento, lo cual ha permitido tener unos adecuados niveles de liquidez y unas sólidas coberturas de servicio de deuda.

FACTORES DE CALIFICACIÓN (KEY RATING DRIVERS)

Madurez de la vía mitiga parcialmente exposición a ciclos económicos: Si bien, históricamente, la demanda vehicular puede verse afectada en momentos de desaceleración, se ha recuperado rápidamente en años post crisis. Durante el 2013 el tráfico creció 2.0% respecto al 2012, teniendo una participación del 79% de vehículos livianos seguidos con un 21% de vehículos de carga. La carretera es muy competitiva debido a su óptimo estado en comparación a carreteras alternas y ofrece una disminución considerable en el desplazamiento entre trayectos.

Capacidad de ajuste de tarifas resulta en sólida generación de flujos: De acuerdo al contrato de concesión, el concesionario tiene el derecho de ajustar tarifas anualmente a inflación. Existe una trayectoria positiva en cumplimiento con esta obligación contractual, lo cual permite darle una cobertura natural al servicio de deuda de la tercera emisión. Adicionalmente, PISA cuenta con un ingreso no operacional proveniente de su participación en la concesión CCFC, lo cual diversifica su fuente de ingreso.

Óptimo estado de la carretera: PISA ha finalizado totalmente la inversión estipulada en el contrato de concesión y ha realizado oportunamente todos los mantenimientos rutinarios como los mantenimientos mayores según el plan de inversión de capital. En Diciembre de 2013 se obtuvo un índice de estado de la vía promedio de 4,77/5 muy superior al exigido contractualmente, lo cual es un factor positivo de calificación. A futuro, la gerencia espera realizar intervenciones en mantenimiento mayor en todos los años hasta la madurez legal de la deuda, concentrándose principalmente en los años 2014, 2016 y 2019.

Prelación de Pagos favorece servicio de la deuda: En opinión de Fitch, aunque no existe ninguna limitación ni al reparto de dividendos ni al nivel de endeudamiento futuro, el servicio futuro de deuda se protege de decisiones de los accionistas que impliquen un mayor apalancamiento de la compañía al existir contractualmente una prelación en el repago de la deuda frente al pago de dividendos. Adicionalmente, es de resaltar que durante los años de operación PISA siempre ha mantenido un manejo financiero muy conservador, traduciéndose esto en una muy buena posición de liquidez para el proyecto.

Perfil de endeudamiento favorable: Las condiciones y perfil de amortización del endeudamiento actual favorecen la capacidad de pago de PISA. La mayoría de la deuda financiera de largo plazo está compuesta por la tercera emisión de Bonos con vencimientos en 2016 y 2019. En el Caso Base de Fitch, el indicador de apalancamiento de Deuda/EBITDA es de

1.02x veces para el 2014, disminuyendo gradualmente en el tiempo, mientras que el promedio de coberturas de servicio de deuda son de 4.60x veces con un mínimo en el año 2019 de 1.53x veces. En el Caso de Calificación de Fitch, el indicador de apalancamiento de Deuda/EBITDA es de 1.03x veces para el 2014, disminuyendo gradualmente en el tiempo, mientras que el promedio de coberturas de servicio de deuda son de 3.69x veces con un mínimo en el año 2019 de 1.25x veces. El desempeño financiero y operativo presentan métricas financieras adecuadas y alineadas con la categoría de clasificación.

SENSIBILIDADES DE CALIFICACIÓN

--Los principales factores que, individual o colectivamente, pudieran derivar en una acción negativa de calificación incluyen: aumento significativo de los niveles de deuda para financiar nuevos proyectos, reducciones en el tráfico promedio diario sin una rápida recuperación, rezagos en incrementos tarifarios, incrementos en gastos de operación y mantenimiento mayor de más de dos dígitos porcentuales por encima de la inflación.

--Una acción positiva de calificación pudiera darse ante crecimientos de tráfico sostenidamente superiores a los esperados en el caso base de Fitch.

Análisis de Crédito:

La concesión Buga-Tuluá-La Paila-La Victoria pertenece a un sistema de autopistas regionales que conecta con el eje cafetero, el centro y el norte del país. Esta carretera tiene una demanda importante debido a que conecta al centro productivo del país con el puerto más importante de la costa pacífica del país, Buenaventura. No obstante, está expuesta como todos los activos de esta naturaleza, a cambios macroeconómicos como se ha visto en años de crisis como 1999 y 2008-2009. Sin embargo, el volumen del tráfico ha demostrado tener una rápida recuperación en años post crisis debido a su importancia dentro de la infraestructura vial del país.

Puesto que la fuente principal de ingresos de PISA está representada en los recaudos de peajes, el comportamiento del tráfico vehicular constituye uno de los factores más importantes dentro del análisis realizado para la afirmación de la presente calificación. En el 2013, el tráfico promedio diario (TPD) creció un 2.0% frente al 2012, con una participación del 56,6% del peaje Betania, y un 43,4% del Peaje de Uribe.

En términos de ingreso, el peaje de Betania representó 54,3%, mientras que el peaje de Uribe contribuyó con 46,7%. La composición de tráfico se ha mantenido, con una mayoría (79%) en categorías I y II seguida por vehículos de carga (21%). Los ingresos por peajes también tuvieron un comportamiento positivo creciendo un 4.18% nominal. Es de resaltar que los peajes provenientes de categorías altas contribuyeron al 49% de los ingresos durante el 2013 afirmando la importancia de este activo para la conectividad del país con el puerto de Buenaventura.

Adicionalmente, PISA recibe ingresos no operacionales debido a su participación en la concesión CCFC Fontibón-Facatativá-Los Alpes. Durante el año 2013, PISA recibió \$12.056 millones en forma de dividendos, lo cual diversifica su fuente de ingreso.

Históricamente, PISA ha mostrado un desempeño financiero favorable, reflejándose en una generación de flujo de caja estable. Esta apropiada situación ha permitido que PISA cumpla con todos los compromisos pactados en el contrato de concesión en cuanto operación, administración y mantenimiento se refiere, así como también todas las obligaciones financieras

contraídas. No obstante, PISA podría verse limitada en su distribución de dividendos en el caso que haya una disminución considerable en el ingreso operacional o incrementos significativos en su operación o inversión de capital, reduciendo su flexibilidad financiera.

En cuanto al monto de endeudamiento de largo plazo, está representada principalmente en la tercera emisión de bonos. A diciembre de 2013, el saldo de deuda ascendió a \$102.458 millones. Asimismo, Fitch considera que los niveles de apalancamiento del concesionario son bajos relativos a su grupo de pares y para el sector en el que opera. PISA proyectó nuevos desembolsos con entidades bancarias hasta la madurez legal de los bonos. Así, se estima que en 2014 reciba desembolsos por \$14.000 millones de deuda bancaria; en 2016, \$5.000 millones de deuda bancaria, y \$20.000 millones de deuda bancaria en el 2019, los cuales fueron incluidos dentro de las proyecciones financieras evaluadas por Fitch.

Por otro lado, los próximos niveles importantes de inversión en mantenimiento mayor y refuerzos se proyectan para los años 2014 a 2019 por un monto total de \$41.591 millones. Los flujos de caja proyectados, los cuales contemplan los montos actuales de endeudamiento así como los prospectivos, fueron sometidos a diferentes escenarios de tensión en donde se sensibilizaron sus principales variables que inciden en la generación de dichos flujos. Bajo dichos escenarios, las coberturas de servicio de la deuda mostraron ubicarse en niveles acordes con la calificación asignada.

El Escenario Base de Fitch consideró una inflación de 4% hasta el 2019, un crecimiento en el tráfico promedio diario de 0% en 2014, -1% en 2015, y 0,75% de 2016 a 2019, con unos incrementos tarifarios ligados a la inflación. Adicionalmente, se contemplaron unos incrementos en gastos de operación e inversión de 5% y 10% respectivamente. Fitch también disminuyó el monto de ingresos no operacionales que la administración de PISA espera recibir por su participación en la concesión CCFC a partir del 2014. La cobertura de servicio de deuda en promedio en este escenario es de 4.60x veces mientras que la mínima es de 1.53x veces en 2019.

El Escenario de Calificación de Fitch consideró una inflación de 5% hasta el 2019, un crecimiento en el tráfico promedio diario de 0% en 2014, -7% en el 2015, y 0% de 2016 a 2019. Adicionalmente, se contemplaron unos incrementos en gastos de operación e inversión de 10% y 20% respectivamente. Fitch disminuyó nuevamente el monto de ingresos no operacionales que la administración de PISA espera recibir por su participación en la concesión CCFC a partir del 2014. La cobertura de servicio de deuda en promedio en este escenario es de 3.69x veces mientras que la mínima es de 1.25x veces en 2019.

Proyectos de Infraestructura S.A. (PISA)

--Tercera Emisión Serie A por COP \$22.600 millones 'AA+' (col); Perspectiva Estable

--Tercera Emisión Serie B por COP\$57.400 millones 'AA+' (col); Perspectiva Estable

Contactos:

Iván García

Director

+562-2499-3329

Fitch Chile Clasificadora de Riesgo Ltda

Alcántara 200, Piso 2, Of. 202.

Las Condes - Santiago, Chile

María Paula Moreno

Director Senior



+571-326-99-99-1210
Fitch Ratings Colombia
Bogotá, Colombia

Glaucia Calp
Director Senior
+571-326-99-99-1110

Relaciones con los medios: María Consuelo Pérez- Bogotá +571- 326-9999 ext.1460;
maria.perez@fitchratings.com

Las calificaciones antes señaladas fueron solicitadas por el emisor, o en su nombre, y por lo tanto, Fitch ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

Información adicional está disponible en 'www.fitchratings.com' y también disponible en 'www.fitchratings.com.co'

Fecha del Comité Técnico de Calificación: 21 de febrero de 2014.
Acta Número: 3476
Objeto del Comité: Revisión Periódica

Información adicional disponible en 'www.fitchratings.com' y 'www.fitchratings.com.co'

Criterios de Calificación Aplicables e Informes Relacionados:

--'Metodología de Calificación Global para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos' (Julio 19, 2013);
--'Metodología de Calificación para Autopistas de Cuota, Puentes y Túneles' (Noviembre 14, 2013);

La calificación de riesgo crediticio de Fitch Ratings Colombia S.A. Sociedad Calificadora de Valores constituye una opinión profesional y en ningún momento implica una recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni constituye garantía de cumplimiento de las obligaciones del calificado. Miembros del Comité Técnico de Calificación que participaron en la reunión en la cual se asignó la(s) presente(s) calificación(es)*: Glaucia Calp, Juan Pablo Gil y Jorge Yanes. *Las hojas de vida de los Miembros del Comité Técnico podrán consultarse en la página web de la Sociedad Calificadora: www.fitchratings.com.co

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTAN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://www.fitchratings.com/understandingcreditratings). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://www.fitchratings.com). LAS CALIFICACIONES PUBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLITICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACION PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO.

Derechos de autor © 2013 por Fitch, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. One State Street Plaza, NY, NY 10004 Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo que se cuente con el consentimiento de Fitch. Todos los derechos son reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, Fitch se basa en información que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida por otros riesgos que no estén relacionados con el riesgo crediticio, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados sólo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título, y en ningún caso constituyen garantía de cumplimiento de las obligaciones del calificado. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 750.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD 10.000 y USD 1.500.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o disseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes del mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular.