

Fitch afirma la calificación de 3ª Emisión de Bonos de PISA en “AA+(col)”; Perspectiva Estable

Lunes, 16 de Febrero del 2015, 12:00 M

Fitch Ratings – Bogotá – 16 de Febrero 2015: Fitch Ratings afirma las calificaciones de las dos series de la Tercera Emisión de Bonos en “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 en niveles similares a las proyectadas por Fitch en su caso base.

Factores Clave de Calificación

Madurez de la vía mitiga parcialmente exposición a ciclos económicos: 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. Si bien, históricamente, la demanda vehicular se ha visto afectada en momentos de desaceleración, esta se ha recuperado rápidamente en años post crisis. Durante el 2014, el tráfico creció 8.1% respecto al 2013, teniendo una participación del 78.0% de vehículos livianos (automóviles, buses y busetas) seguidos con un 22.0% de vehículos de carga. Riesgo de Ingreso – Volumen: Medio.

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. Riesgo de Ingreso – Precio: Medio.

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 según el plan de inversión de capital. En Julio de 2014 se obtuvo un índice de estado de la vía promedio de 4.79/5.0 muy superior al exigido contractualmente, lo cual es un factor positivo de calificación. A futuro, la gerencia espera realizar mantenimientos mayores principalmente en los años 2016 y 2019. Riesgo de Renovación de Infraestructura: Medio.

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. Riesgo de Estructura de la Deuda: Débil.

Bajo apalancamiento: La compañía presenta un bajo nivel de deuda, aunque con importantes concentraciones en los años 2016 y 2019, cuando se realizarán las amortizaciones totales de las series A y B, respectivamente. En el Caso Base de Fitch, el indicador de apalancamiento de Deuda/CFADS es de 1.17x para el 2015, disminuyendo gradualmente en el tiempo, mientras que la cobertura de servicio de deuda de largo plazo (LLCR) es de 3.27x. En el Caso de Calificación de Fitch, el indicador de apalancamiento de Deuda/CFADS es de 1.23x para el 2015, disminuyendo gradualmente en el tiempo, mientras que la cobertura de servicio de deuda de largo plazo (LLCR) es de 3.05x. En 2016, la cobertura natural del servicio de la deuda en el Caso Base, de 2.1x, es holgada. Para 2019, cuando vence la serie B, este indicador se estrecha a 1.2x, dada la magnitud del pago a realizar. El bajo endeudamiento que deberá tener PISA en este momento y los más de 13 años restantes de concesión mitigan adecuadamente el potencial riesgo de refinanciación que podría enfrentar la compañía en 2019.

Transacciones Comparables: Los instrumentos de deuda de PISA son calificados “AA+(col)” con Perspectiva Estable al igual que los instrumentos de deuda de Concesionaria de Occidente S.A. principalmente porque ambas compañías tienen niveles de apalancamiento bajos. En el caso de la primera, la relación Deuda/CFADS es de 1.17x, mientras que en el caso de Concesionaria de Occidente es de 2.57x. En términos de atributos, el riesgo de ingreso (volumen) y riesgo de ingreso (precio) se encuentran en niveles similares; sin embargo, en renovación de

infraestructura, PISA es calificado como fuerte, mientras que Concesionaria de Occidente es calificado como de rango medio, porque la primera tiene un plan detallado para la ejecución de mantenimiento mayor con inspecciones periódicas semestrales. A su vez, en el riesgo de estructura de deuda, PISA es considerado como débil, mientras Concesionaria de Occidente fuerte, porque en el caso de la primera, la transacción no considera una cuenta de reserva para el servicio de la deuda, no tiene restricciones para la contratación de nueva deuda, ni contempla test para la distribución de excedentes de efectivo.

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 2014, el tráfico promedio diario (TPD) creció un 8.1% frente al 2013, con una participación del 56,4% del peaje Betania, y un 43,6% del Peaje de Uribe.

En términos de ingreso, el peaje de Betania representó 54.1%, mientras que el peaje de Uribe contribuyó con 45.9%. La composición de tráfico se ha mantenido, con una mayoría (78.0%) en categorías I y II seguida por vehículos de carga (21%). Los ingresos por peajes también tuvieron un comportamiento positivo creciendo un 9.8% nominal. Es de resaltar que los recaudos por peajes provenientes de categorías altas contribuyeron al 49% de los ingresos durante el 2014 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. En 2014, PISA recibió COP\$12.625 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

En cuanto al monto de endeudamiento de largo plazo, este está representado principalmente en la tercera emisión de bonos. A diciembre de 2014, el saldo de deuda ascendió a COP\$ 85.000 millones, de los cuales COP\$80.000 millones corresponden a los bonos de la tercera emisión. Asimismo, Fitch considera que los niveles de apalancamiento del concesionario son bajos relativos a su grupo de pares regionales y para el sector en el que opera.

Por otro lado, los próximos niveles importantes de inversión en mantenimiento mayor y refuerzos se proyectan principalmente en los años 2016 y 2019 por COP\$17.758 millones y COP\$9.797 millones respectivamente. Para el período 2015-2020, el monto total por este concepto se estima en COP\$36.231 millones.

Los flujos de caja proyectados, los cuales contemplan los montos actuales de endeudamiento así como los esperados a contratar, 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 4.0% hasta el 2019, un crecimiento en el tráfico promedio diario de 1.5% en 2015-2017, -1.0% en 2018 y 1.5% en 2019, con unos incrementos tarifarios ligados a la inflación. Adicionalmente, se contemplaron unos incrementos en gastos de operación e inversión de 5.0% y 10.0% 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 2015. El indicador de apalancamiento de Deuda/CFADS es de 1.17x para el 2015, disminuyendo gradualmente en el tiempo, mientras que la cobertura de servicio de deuda de largo plazo (LLCR) es de 3.27x.

El Escenario de Calificación de Fitch consideró una inflación de 4.0% hasta el 2019, un crecimiento en el tráfico promedio diario de 1.0% en 2015-2017, -1.0% en 2018 y 1.0% en 2019, con unos incrementos tarifarios ligados a la inflación. Adicionalmente, se contemplaron unos incrementos en gastos de operación e inversión de 10.0% y

20.0% 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 2015. El indicador de apalancamiento de Deuda/CFADS es de 1.23x para el 2015, disminuyendo gradualmente en el tiempo, mientras que la cobertura de servicio de deuda de largo plazo (LLCR) es de 3.05x.

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, y 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.

Fitch ha tomado las siguientes acciones de calificación:

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:

Analista Principal

Iván A. García

Director

+56-9-2-2499-3329

Alcántara 200, Of. 202, Las Condes

Analista Secundario

Patricia Gómez

Director

+57-1-326-9999 Ext.1110

Presidente del Comité

Glaucia Calp

Director Senior

+57-1-326-9999 Ext. 1110

Relación con los medios: María Consuelo Pérez, Bogotá, Tel. + 57 1 326-9999 Ext. 1460, Email: 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.

Fecha del Comité Técnico de Calificación: 13 de Febrero de 2015

Acta Número 3897

Objeto del Comité: Revisión Periódica

Definición de la Calificación: La calificación "AA+" es de muy alta calidad crediticia. Implica una muy sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. El riesgo crediticio inherente a estas obligaciones financieras difiere levemente de los emisores o emisiones domésticas mejor calificadas.

Información adicional disponible en '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)*: Jorge Yanes, María Paula Moreno y Glauca Calp. *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 ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP: // FITCHRATINGS.COM / UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://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. LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FITCH PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LÍDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FITCH.

Derechos de autor © 2015 por Fitch, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, 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 diseminación 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. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.