

Fitch Afirma la calificación de 3^a Emisión de Bonos de PISA en 'AA+(col)'; Perspectiva Estable

Fitch Ratings - Bogotá- , (Febrero 12, 2016): Fitch Ratings afirmó las siguientes calificaciones a la deuda emitida por Proyectos de Infraestructura S.A. (PISA):

- Emisión de Bonos Tramo A por COP22.600 millones en 'AA+(col)';
- Emisión de Bonos Tramo B por COP57.400 millones en 'AA+(col)'

La Perspectiva es Estable.

Las afirmaciones de las actuales calificaciones se fundamentan en el comportamiento adecuado 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 manejo de costos y gastos prudente que ha permitido una adecuada flexibilidad financiera. PISA evidencia un bajo nivel de apalancamiento, lo que redundará en métricas crediticias sólidas.

FACTORES CLAVE DE LA CALIFICACIÓN

Riesgo de Ingreso-Volumen: Fortaleza Media

MADUREZ DE LA VÍA MITIGA RIESGO DE VOLUMEN: el hecho de que el tramo Buga – Tuluá – La Paila – La Victoria se caracterice por ser una carretera madura y con una participación de vehículos livianos superior a la de carga, hace que su riesgo a ciclos económicos se vea mitigado. El estado óptimo de la vía y el ahorro considerable en el desplazamiento entre trayectos hacen de ésta una carretera altamente competitiva en comparación con otras alternativas. La carretera evidencia niveles de crecimiento anual sostenidos durante los últimos 8 años.

Riesgo de Ingreso-Precio: Fortaleza Media

PEAJES AJUSTADOS POR INFLACIÓN: De acuerdo al contrato de concesión, el concesionario tiene el derecho de ajustar tarifas anualmente a inflación y estas han sido oportunamente ajustadas cada año. No existen retrasos relacionados con este ajuste.

Desarrollo y Renovación de Infraestructura: Fortaleza Alta

ÓPTIMO ESTADO DE LA VÍA: PISA realiza oportunamente tanto las inversiones estipuladas en el contrato de concesión como los mantenimientos rutinarios según el plan de inversión de capital. En promedio, desde 2008, la carretera ha evidenciado un indicador de estado de la vía de 4,8/5,0, muy superior al exigido contractualmente.

Riesgo de Estructura de la Deuda: Débil

ESTRUCTURA DE DEUDA DÉBIL: Las emisiones de bonos A y B cuentan con un mecanismo de pago único al vencimiento (mayo de 2016 y 2019). PISA no cuenta en su estructura de deuda, con mecanismos que obliguen al manejo de reservas para el pago de la deuda ni impongan límites al endeudamiento adicional ni al reparto de dividendos. No obstante, 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.

Métricas Financieras:

BAJO NIVEL DE 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 de calificación de Fitch, el indicador de apalancamiento de Deuda/CFADS es de 0,88x para el 2016, disminuyendo gradualmente en el tiempo, mientras que la cobertura de servicio de deuda de largo plazo (LLCR) es de 4,94x. En 2016, la cobertura natural del servicio de la deuda en el caso de calificación de Fitch, es de 1,30x y en 2019, cuando vence la serie B, este indicador se estrecha a 1,25x, 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: PISA es comparable con Concesionaria de Occidente, también calificada 'AA+(col)'. Al igual que su par, PISA se encuentra en fase operacional y tiene características similares de riesgo de volumen y precio. PISA resulta más fuerte que Concesionaria de Occidente en

cuanto a nivel de desarrollo y renovación de infraestructura pero más débil en su estructura de deuda. Las coberturas de servicio de deuda son superiores en PISA y evidencia un nivel de apalancamiento sustancialmente más bajo.

SENSIBILIDAD DE LA CALIFICACIÓN

--Acción positiva sobre la calificación: una acción positiva en la calificación podría materializarse si la concesión paga exitosamente el tramo A de los bonos en 2016 sin incrementar de forma significativa su deuda.

--Acción negativa sobre la 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, e incrementos en gastos de operación y mantenimiento mayor de más de dos dígitos porcentuales por encima de la inflación.

RESUMEN DE LA TRANSACCIÓN

La concesión Buga - Tuluá - La Paila - La Victoria pertenece al corredor nacional Bogotá - Buenaventura 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 Buenaventura, el puerto más importante de la costa pacífica

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 y 2015, el tráfico promedio diario (TPD) creció un 8,1% y 8,6%, respectivamente.

En términos de ingreso, el peaje de Betania representó 57%, mientras que el peaje de Uribe contribuyó con 43%. La composición de tráfico se ha mantenido, con una mayoría (80%) en categorías I y II seguida por vehículos de carga (20%). Los ingresos por peajes también tuvieron un comportamiento positivo creciendo un 9,6% nominal. Es de resaltar que los recaudos por peajes provenientes de categorías altas contribuyeron al 48% de los ingresos durante el 2015 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 S.A., concesionario del proyecto vial Bogotá-Facatativá-Los Alpes. En 2015, PISA recibió COP12.784 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 por la tercera emisión de bonos por COP80.000 millones. Con el fin de aliviar la presión sobre su flujo de caja por el pago de los bonos, la concesionaria podría tomar créditos de tesorería a un máximo de 18 meses. 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 y refuerzos en la vía se proyectan principalmente en los años 2016 y 2019 por COP28.894 millones.

A continuación se encuentran los supuestos y resultados de los casos base y de calificación de Fitch, incluyendo el indicador mínimo y promedio de cobertura de servicio de deuda (DSCR) y la razón de cobertura de la vida del crédito (LLCR):

Caso Base

Supuestos:

Inflación: 5,8% en 2016, 4,3% en 2017 y 3% anual en 2018 y 2019

Crecimiento de Tráfico: 2% anual

Opex: 5% adicional sobre las proyecciones del emisor

Capex: 10% adicional sobre las proyecciones del emisor

Dividendos CCFC: 90% sobre las proyecciones del emisor

Resultados:

DSCR mínimo: 1,35x
DSCR promedio: 6,23x
LLCR: 5,17x
Deuda/CFADS: 0,83x

Caso de Calificación

Supuestos:

Inflación: 5,8% en 2016, 4,3% en 2017 y 3% anual en 2018 y 2019
Crecimiento de Tráfico: 0% en 2016, 1% en 2017, 1,5% en 2018 y 2% en 2019
Opex: 8% adicional sobre las proyecciones del emisor
Capex: 15% adicional sobre las proyecciones del emisor
Dividendos CCFC: 80% sobre las proyecciones del emisor

Resultados:

DSCR mínimo: 1,25x
DSCR promedio: 5,90x
LLCR: 4,94x
Deuda/CFADS: 0,88x

Contactos Fitch Ratings:

Patricia Gómez (Analista Líder)
Director
+57-1-3269999
Fitch Colombia
Calle 69A No. 9-85
Bogotá, Colombia

Jorge Torres (Analista Secundario)
Analista
+52 (81) 8399-9139

Glaucia Calp (Presidenta del Comité de Calificación)
Directora Senior
+57-1-326-9999 ext. 1110

Fuentes de información:

Esta acción fue informada por fuentes de información identificadas en el Criterio Máster y suministradas por Proyectos de Infraestructura S.A. - Pisa.

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

Relación con los medios: María Consuelo Pérez, Bogotá, Tel. 571 326-9999 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: 11 de febrero de 2016

Acta Número: 4289

Objeto del Comité: Revisión Periódica

Definición de la Calificación 'AA+(col)': 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.

Criterios de Calificación Aplicables e Informes Relacionados:

- 'Metodología de Calificación 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)*: Cherian George, Gláucia Calp y Astra Castillo. *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://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 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 LIDER 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 © 2016 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004 Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, Fitch se basa en información factual 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 factual 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 factual 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 debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, 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 solo 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. 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 USD1.000 a USD750.000 (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 USD10.000 y USD1.500.000 (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 de 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.