
Fitch Asigna Calificación de 'BB' con Perspectiva Estable a los Bonos Garantizados Preferentes de Alsacia

Monterrey, N.L. (Febrero 25, 2011): Fitch Ratings asignó calificación de 'BB' en escala internacional con Perspectiva Estable a los bonos garantizados preferentes de Inversiones Alsacia por USD\$464 millones, que fueron emitidos de acuerdo con la Regla 144A del Securities Act en los EE.UU. y la Regla S fuera de los EE.UU. Fitch ha recibido los documentos finales de la transacción, mismos que fueron revisados y cuyos términos confirman la validez y veracidad de la información anteriormente recibida, y la cual fue utilizada durante el proceso analítico.

Los bonos están garantizados por el total de los ingresos, derechos contractuales y activos de Inversiones Alsacia, S.A. (Alsacia) y Express de Santiago Uno, S.A. (Express), excluyendo únicamente a una terminal de autobuses ubicada en Huechuraba. Ambas compañías son operadoras de autobuses del Sistema Transantiago, el cual provee servicios de transporte urbano masivo de autobús y metro a la ciudad de Santiago de Chile.

La transacción consiste en la adquisición de acciones de Express por parte del Grupo GPS (propietario de Alsacia), así como en el refinanciamiento del total de la deuda existente de Alsacia y Express. El Grupo GPS ya poseía un 47% de Express, y buscaba adquirir el 53% restante de las acciones con una porción de los ingresos obtenidos mediante la colocación de los bonos. La mayor parte de estos ingresos tuvo como destino el pago de los créditos pendientes (incluyendo comisiones y penalizaciones) para ambas compañías.

Express es el garante y co-obligado de la emisión de Alsacia. El total de los flujos de caja son controlados por un fideicomiso administrativo *onshore* y un fideicomiso colateral *offshore* constituidos en Banco Santander Chile y The Bank of New York Mellon (BoNY), respectivamente. El fideicomiso *onshore* recibe todos los ingresos y está a cargo de hacer todos los pagos siguiendo un presupuesto semestral. Dado que contractualmente los gastos reales podrían desviarse hasta 10% respecto al monto presupuestado, dicha desviación se consideró en los escenarios de estrés de Fitch.

La adquisición de las acciones de Express será concluida casi simultáneamente a la emisión de los bonos. Una vez realizada, ambos concesionarios estarán bajo el control del Grupo GPS con un equipo de ejecutivos común; además, Alsacia podría obtener un contrato para administrar los negocios de Express. Con la adquisición, ambas entidades aspiran a convertirse en el operador de buses más grande de Santiago, y así obtener ahorros en costos a través del logro de sinergias.

Desde su inicio de operaciones, el Sistema Transantiago ha mostrado un déficit en sus ingresos; por lo tanto, en 2009, se promulgó la Ley 20378 del Subsidio Nacional para el Transporte Público Remunerado de Pasajeros, que establece un subsidio anual que integra dos componentes. El primer componente es permanente y por un monto fijo de hasta CLP 115 mil millones, pero insuficiente para cubrir totalmente el déficit anual; el otro componente es transitorio y por un monto adicional de CLP 393 mil millones, el cual expira después de 2014. Fitch considera que, aunque el término del subsidio constituye un riesgo crediticio, el Sistema es un proyecto que tiene prioridad máxima para el Gobierno, por lo cual es altamente probable que ambos subsidios se mantengan en el futuro.

Los concesionarios de autobuses son compensados de acuerdo al nivel de servicio que ofrecen en relación a un plan mensual de operaciones previamente pactado con el Transantiago. Por la manera en que se determinan, los ingresos responden a las variaciones en el kilometraje total viajado, el nivel de demanda de los pasajeros, los principales factores que determinan el costo operacional (inflación, tipo de cambio, combustible, salarios, etc.) y la capacidad ofrecida por la flotilla de autobuses. Por lo tanto, la fórmula contractual para el cálculo de los ingresos protege el margen financiero de los operadores, y reduce las fluctuaciones en su rentabilidad.

Los ingresos no están relacionados con las tarifas pagadas por los pasajeros, sino que con la disponibilidad del servicio. En los títulos de concesión se limita el riesgo de demanda y se elimina el impacto de las

fluctuaciones en las tarifas que pagan los pasajeros; por lo tanto, los ingresos dependen en gran medida de la oportunidad, la frecuencia y la calidad del servicio otorgado por los operadores.

Los bonos fueron emitidos a plazo de 7.5 años y 8.0% de interés, con vencimiento en agosto de 2018, dos meses antes del término de las concesiones. Los pagos de capital e intereses son semestrales y pagaderos en los meses de febrero y agosto, siguiendo un programa de amortización predefinido. El riesgo de tipo de cambio está mitigado por un swap CLP/USD contratado con una empresa afiliada de Bank of America Merrill Lynch (BAML), y ofrece un rango de protección preestablecido.

Existe un fondo de reserva para gastos de mantenimiento con el equivalente a seis meses de gasto, así como una contribución inicial en efectivo por USD\$8 millones, con el objetivo de fortalecer la liquidez en las primeras fechas de pago. También se cuenta con un fondo de contingencia constituido con USD\$22 millones en efectivo, y que debe mantener un monto equivalente a los siguientes seis meses de servicio de deuda. Este fondo de reserva, a su vez, fue parcialmente financiado con un crédito de Banco Internacional por USDS12.5 millones. La amortización del capital de este crédito está subordinada al bono, pero los pagos de intereses son preferentes al servicio de la deuda. Sin embargo, los pagos de intereses de este crédito bancario no son significativos para el flujo de caja de los bonos.

Será posible realizar distribuciones y contratar deuda preferente adicional, siempre y cuando se cumpla con ciertas restricciones, tales como alcanzar índices mínimos de cobertura histórica y proyectada, en niveles que son consistentes con la metodología aplicable de Fitch.

FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACION:

La sustentabilidad de la calificación dependerá principalmente de la capacidad que demuestre Alsacia para mantener su eficiencia operacional, y para al mismo tiempo transformar a Express en una concesionaria más eficiente. Actualmente, la operación de Express es más grande que la de Alsacia, cuya flota representa alrededor del 56% de la de Express. Finalmente, la calificación podría ser impactada por la medida en que se alcancen las sinergias que ambas empresas esperan obtener a través de su fusión técnica (no formal).

RESUMEN CREDITICIO:

Aunque los niveles de demanda se mantuvieron prácticamente estables en 2009 y 2010, con alrededor de 330 millones de pasajeros, el año pasado cerró con un ingreso bruto de más de CLP 162 mil millones (aproximadamente USD\$335 millones). La suma de los ingresos de ambas concesionarias aumentó 12.8% respecto a 2009. El mayor ingreso aunado al esfuerzo de reducción de costos resultó en márgenes operacionales más amplios.

Fitch ha creado diferentes escenarios para proyectar los flujos de caja esperados. Tales escenarios incluyen sensibilizaciones a variables específicas, como: demanda de pasajeros, nivel de cumplimiento de los servicios, inflación, logro de las sinergias esperadas, precio del diesel, gastos y tipo de cambio CLP/USD. La estructura mostró sensibilidad respecto al desempeño de las variables que dependen de la habilidad técnica y administrativa de los concesionarios (control de gastos, índice de cumplimiento de los servicios y logro de sinergias, en ese orden). Sin embargo, la estructura mostró resistencia a cambios significativos en las variables que están indexadas en la fórmula para calcular los ingresos.

PRINCIPALES FORTALEZAS CREDITICIAS:

- El Sistema es estratégico para Santiago, ya que ofrece un servicio esencial para la ciudad.
- Tiene el soporte de un marco legal sólido en un país calificado como 'A+' con Perspectiva Estable, con experiencia en concesiones de servicios públicos, especialmente en el sector transporte.
- No existe riesgo de refinanciamiento.
- En conjunto, las dos concesionarias tienen una participación de mercado superior al 40% en las líneas troncales del Transantiago.

- Aunque la trayectoria de ambos concesionarios es limitada, también ha sido sólida en cuanto al desempeño de sus servicios, como se ve reflejado en las estadísticas operacionales históricas.
- El Grupo GPS tiene experiencia en la operación de sistemas de tránsito rápido de autobuses en otros países latinoamericanos.
- Exposición limitada a riesgo de demanda.
- Flujos de caja predecibles con una estructura de ingresos indexada, siendo fijos el 40% de los ingresos.
- Con el fin de reducir el riesgo de tipo de cambio, habrá un swap que será contratado con una institución altamente calificada.
- La estructura de la deuda tiene restricciones rígidas en cuanto a la realización de distribuciones o la emisión de deuda preferente adicional, protegiendo el bono actualmente calificado de un potencial deterioro en los niveles de cobertura esperados.
- Se pagará una tasa de interés fija, eliminando el riesgo de volatilidad en tasas de interés.
- El fondo de liquidez inicial de USD\$8 millones que será creado para fortalecer los flujos de caja durante los primeros años de amortización.

PRINCIPALES DEBILIDADES CREDITICIAS:

- La porción transitoria del subsidio gubernamental vence en 2014, y por lo tanto existe el riesgo de que el subsidio se vea reducido respecto a los niveles que tiene actualmente.
- Aunque es probable que con la adquisición de Express se den ciertas sinergias, también podrían surgir diferentes riesgos operacionales o bien, algunas sinergias podrían darse a niveles inferiores a los esperados, o podrían estar sujetas a retrasos o no materializarse del todo. Esto es especialmente un riesgo si se considera el hecho que las operaciones del comprador son más pequeñas que aquellas de la compañía adquirida.
- La capacidad de los sindicatos de dañar las actividades y operaciones.
- Nueva competencia generada por la expansión de las operaciones del metro, que podría afectar el nivel de servicio de las concesionarias de autobuses a partir de 2011.
- Aunque es muy probable que en 2018 ocurra la renovación de las concesiones, actualmente éstas vencen sólo dos meses después del vencimiento de los bonos.

Contactos:

Astra Castillo (Analista Principal)
Director
+52-81-8399-9100
Fitch México, S.A. de C.V.
Prol. Alfonso Reyes 2612, Edificio Connexity, Monterrey, México 64920

Omar Valdez (Analista Secundario)
Associate Director
+1 212-908-0713

Alberto Santos (Director de Comité)
Senior Director
+1 212-908-0714

Contacto de Medios: Edna Gómez

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. 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 INTERESES, 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.