

**Autopista del Maipo
Sociedad Concesionaria S.A.**

Junio 2009

Categoría de Riesgo y Contacto			
Tipo de Instrumento	Categoría	Contactos	
Línea de Bonos Tendencia	A Estable	Gerente a Cargo Analista Teléfono Fax Correo Electrónico Sitio Web	Aldo Reyes D. Gonzalo Neculmán G. 56-2-433 5200 56-2-433 5201 ratings@humphreys.cl www.humphreys.cl
EEFF base	31 de marzo 2009	Tipo de Reseña	Reseña Anual

Características Bonos Colocados en Chile						
Identificación	Serie	Valor Nominal Inicial (UF)	Tasa Interés Anual (%)	Período Capitalización	Valor Par (UF)	Fecha Vencimiento
1ª emisión	A1-A2	5.800.500	4,85	Semestral	5.800.500	15-06-2025
2ª emisión	B1-B2	6.000.500	3,20	Semestral	6.492.122	15-12-2030

Inscripción de la Línea de Bonos en el Registro de Valores N° 382 con fecha 22 de septiembre de 2004.

Estado de Resultados Individual					
Cifras en Miles de \$	2005	2006	2007	2008	Mar-09
de Mar-09					
Ingreso Operacional	39.275.032	42.913.030	44.393.054	48.708.510	15.142.844
Costo Explotación	17.644.108	18.998.153	19.920.420	22.718.755	5.889.231
Gasto Admin. y Venta	1.931.780	1.936.573	1.528.101	1.743.938	414.663
Resultado Operacional	19.699.145	21.978.304	22.944.532	24.245.817	8.838.950
Ebitda	25.474.872	28.438.365	28.792.103	30.638.276	10.647.419
Utilidad Neta	35.463.839	13.016.359	13.612.107	13.695.564	4.113.403

Balance General Individual

Cifras en Miles de \$	2005	2006	2007	2008	Mar-09
de Mar-09					
Activo Circulante	66.627.909	139.322.794	65.411.764	64.032.249	72.187.770
Activo Fijo	429.230.611	460.935.717	474.799.700	490.144.283	484.409.385
Otros Activos	120.944.039	146.157.283	158.556.495	176.545.851	178.525.911
Total Activos	616.802.560	746.415.794	698.767.959	730.722.382	735.123.066
Pasivo Circulante	11.239.565	12.573.787	6.723.891	12.897.744	17.731.273
Pasivo Largo Plazo	441.539.304	557.549.893	558.000.797	567.823.046	565.063.355
Patrimonio	164.023.691	176.292.114	134.043.271	150.001.592	152.328.438
Total Pasivos	616.802.560	746.415.794	698.767.959	730.722.382	735.123.066

Opinión

Fundamento de la Clasificación

Autopista del Maipo Sociedad Concesionaria S.A. tiene a su cargo la concesión vial denominada "Concesión Internacional Ruta 5 Tramo Santiago Talca y Acceso Sur a Santiago" (**Autopista del Maipo**), la cual tiene una longitud de aproximadamente 237 kilómetros, que comprenden 190 Km. de la Ruta 5 Sur, el acceso Sur a Santiago y el By - Pass Rancagua.

La clasificación de los títulos de deuda emitidos por **Autopista del Maipo Sociedad Concesionaria S.A.** se sustenta en las características propias de la concesión y en las características de la estructura financiera de los bonos. Si bien los títulos de deuda cuentan con la garantía irrevocable de MBIA Insurance Corporation, la misma no ha sido considerada en atención a la deteriorada capacidad de pago del garante (La clasificación del activo subyacente es *Categoría B3* en Escala Global por Moody's).

La clasificación de los títulos de deuda de **Autopista del Maipo**, Categoría A, se fundamenta primordialmente en la existencia de mecanismos legales que acotan una eventual caída en los flujos de caja del emisor. En este contexto se destacan los Ingresos Mínimos Garantizados por el MOP (IMG) y el Mecanismo de Distribución de Ingresos (MDI), medidas ambas que mitigan el riesgo de tráfico de la concesión. Asimismo, se reconoce el hecho que el consumidor local se ha habituado al pago de peaje.

En forma complementaria la clasificación de riesgo considera los términos de la estructura de financiamiento, la cual condiciona los retiros de los socios al cumplimiento de ciertos indicadores que favorecen la liquidez de la sociedad. Es así la concesionaria presenta inversiones líquidas, de uso restringido, por un monto de aproximadamente UF 2,1 millones. Además cuenta con una línea de liquidez de UF 2,1 millones hasta el 2014.

La tendencia de la clasificación se estima como “*Estable*” ya que se presenta una alta probabilidad que su clasificación no presente variaciones a futuro.

Definición de Categoría de Riesgo

Categoría A

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Resultados a Marzo de 2008

De acuerdo con la última información disponible, durante los tres primeros meses del año 2009, la empresa generó ingresos de explotación por M\$ 15.142.844 lo que representa un incremento real de 5,04% respecto al mismo trimestre del año anterior. En el mismo período, los costos de explotación alcanzaron un monto de M\$ 5.889.231, lo que significó un aumento de 9,51% respecto a aquellos meses del 2008.

A marzo de 2009, los gastos de administración y ventas sumaron M\$ 414.663, lo que representó una disminución real de 6,67% respecto de igual período de 2008.

El resultado operacional ascendió a M\$ 8.838.950, implicando un aumento real de 2.86% (a marzo de 2008 esta cifra ascendió a M\$ 8.145). Por su parte, el resultado no operacional arrojó una pérdida de M\$ 2.205.901, explicado por los gastos financieros que ascendieron a M\$ 2.842.491.

Con todo, la utilidad neta alcanzó M\$ 4.113.403, lo que significó una disminución real de 13,56% en relación a igual fecha del año anterior.

A marzo del año 2008, la sociedad concesionaria posee activos por M\$ 735.123.066, con un total de deuda financiera de M\$ 505.573.696 y un nivel de patrimonio de M\$ 152.328.438.

En febrero de 2009, la clasificación de riesgo de la sociedad, disminuyó de AA a A debido al debilitamiento financiero de MBIA Insurance Corporation (MBIA), entidad garante de los bonos emitidos por **Autopista del Maipo Sociedad Concesionaria S.A.** En efecto, la clasificación de la fortaleza financiera de la aseguradora, en escala global, se modificó desde “*Categoría Baa1*” a “*Categoría B3*” con *outlook* en desarrollo por Moody's. De esta manera, considerando la menor calidad crediticia del garante, la clasificación de los títulos de deuda emitidos por **Autopista del Maipo** se sustenta en las características propias de la concesión y en las características de la estructura financiera de los bonos.

En abril de 2008 empezó a operar parcialmente la entrada sur a Santiago. Autopista del Maipo posee una plaza de peaje en dicha entrada (Río Maipo), que a marzo de 2009 contaba con un tráfico de aproximadamente 100.000 vehículos mensuales. Adicionalmente, durante el año 2008 el tráfico total creció un 5,9% respecto al año 2007.

Antecedentes Generales

Características de la Concesión

La concesión vial, denominada “Concesión Internacional Ruta Tramo Santiago Talca y Acceso Sur a Santiago” (Autopista del Maipo), tiene una longitud aproximada de 237 kilómetros que comprenden 190 Km. de la Ruta 5 Sur, el acceso Sur a Santiago y el By - Pass Rancagua.

Actualmente no existe una ruta paralela para Autopista del Maipo, situándose con una zona de influencia en torno al 50% de la población nacional.

El plazo de la concesión era inicialmente por un período de 300 meses (25 años) contado desde el 12 de septiembre de 1999. Sin embargo, debido a la firma del convenio complementario N° 4, la concesión pasó a tener un plazo de término variable de manera que la concesión termina

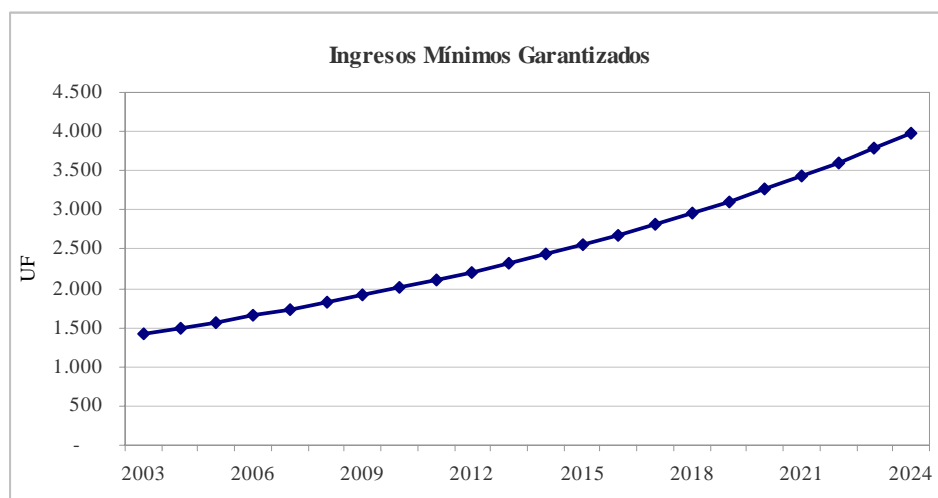
cuando el valor presente de los ingresos, netos de costos en la extensión del plazo, descontados al 9,5% real alcancen el Ingreso Total Garantizado de UF 30,4 millones.

Además, la concesión cuenta con un sistema de cobro de peajes adoptado por derecho de paso, compuesto por tres plazas de peajes troncales y 38 plazas de peajes laterales.

Las tarifas se reajustan anualmente el 1° de enero de cada año según la variación anual del Índice de Precio al Consumidor (IPC). En virtud del Convenio Complementario N° 4 (MDI) también se pueden realizar alzas de tarifas anuales de hasta 5%, en caso de escenarios de crecimientos de tráfico bajos, con un tope de 25% hasta el plazo original de concesión más 100 meses, según mecanismo establecido en dicho convenio. Si el período de extensión de la concesión supera los 100 meses, se tiene la opción de incrementar un 25% adicional. La Concesionaria podrá realizar alzas de tarifas por premio de seguridad vial de hasta 5% en virtud de la disminución anual de accidentes y fallecidos.

Ingresos Mínimos Garantizados

El mecanismo de ingresos mínimos garantizados consiste en que el Estado de Chile garantiza un monto mínimo de ingresos por peajes – medidos en base anual – a la Concesionaria para todo el período de la concesión (hasta el año 2024). El monto a pagar es la diferencia que se produce entre los ingresos reales de la Concesionaria y el ingreso mínimo establecido en las Bases de Licitación.



A la fecha, la Concesionaria no ha percibido ingresos mínimos garantizados porque sus ingresos se han mantenido por sobre lo establecido.

Mecanismo de Distribución de Ingresos

Este mecanismo transforma el plazo de la concesión desde un plazo fijo a un plazo variable en función de un monto de Ingresos Totales Garantizados (ITG) equivalente, en valor presente descontado al 9,5% real, a UF 30,4 millones. Esto implica que el plazo de la concesión termina cuando se alcanza el monto garantizado.

La existencia de este mecanismo mitiga el riesgo de tráfico de la concesión, ya que asegura un monto total de ingresos mediante la extensión del plazo original (el plazo de la Concesión originalmente pactado era hasta septiembre de 2024).

Además, este mecanismo permite subir tarifas para enfrentar períodos de menores flujos. La Concesionaria tiene la opción de incrementarlas hasta un máximo de 5% anual (acumulables durante el período de la concesión) en caso de que los tráficos no hayan crecido en el mismo porcentaje anterior. El total de incremento de tarifas no puede superar el 25% durante el plazo original de la concesión. Si el período de extensión de la concesión supera los 100 meses, se tiene la opción de incrementar un 25% adicional.

Convenios Complementarios

Convenio Complementario N° 1

Con fecha 22 de julio de 1999, la Sociedad Concesionaria y el Ministerio de Obras Públicas suscribieron este convenio, donde se anticipan las fechas y plazos de inicio del sector San Fernando – Talca.

Convenio Complementario N° 2

Con fecha 6 de octubre de 2000, la Sociedad Concesionaria y el Ministerio de Obras Públicas suscribieron este convenio, que estableció nuevos proyectos y fechas de cumplimiento de las obras correspondientes al acceso sur a Santiago y el By Pass Rancagua.

El 18 de diciembre de 2000 se modificó el contrato de concesión estableciéndose un mecanismo de cobertura cambiaria a favor de la concesionaria para el pago de su deuda en dólares a cambio de obras adicionales.

El 19 de mayo de 2005, la concesionaria puso término al mecanismo de cobertura cambiaria con el MOP y realizó la contratación de una cobertura cambiaria que elimina todo el riesgo para la deuda en moneda extranjera durante su vigencia.

Convenio Complementario N° 3

Con fecha 29 de junio de 2001, la Sociedad Concesionaria y el Ministerio de Obras Públicas suscribieron este convenio, en el cual se establece la anticipación de la habilitación parcial de las obras del sector Tramo San Fernando – Talca.

Convenio Complementario N° 4 (MDI)

Con fecha 8 de noviembre de 2003 la Sociedad Concesionaria y el Ministerio de Obras Públicas suscribieron este convenio, el cuál asegura un total de entradas a lo largo de la vida de la concesión convirtiendo su régimen de fijo a variable hasta alcanzar ingresos garantizados en UF 30,4 millones (a valor presente), a cambio que la Sociedad Concesionaria realice inversiones por un monto máximo de UF 2.443.471.

Convenio Complementario N° 5

Con fecha 2 de septiembre de 2004 se realizó este convenio complementario que regula la forma de pago a la concesionaria por la indemnización dictaminada por la comisión arbitral por el retraso en la apertura de peajes.

El fallo consideró:

- 1.- Contabilizar en la cuenta MDI (Mecanismo de Distribución de Ingresos) la suma de UF 76.402,44 por el retraso en la apertura de peajes laterales.
- 2.- Contabilizar en la cuenta MDI el importe de UF 2.384,23 por el retraso en la puesta en servicio en el cobro de tarifa de la Plaza de peajes del Acceso Sur Rancagua.
- 3.- Pago de parte del MOP a la Concesionaria la suma de UF 1.000,70.

Convenio Complementario N° 6

Con fecha 14 de junio de 2006 se suscribe este convenio que regula el pago por indemnización del MOP a la sociedad concesionaria en relación con los mayores costos de construcción por UF 1,6 millones y los intereses respectivos.

Adicionalmente y mediante distintas resoluciones se establecieron órdenes ejecutorias para distintas obras y extensiones en los plazos de construcción.

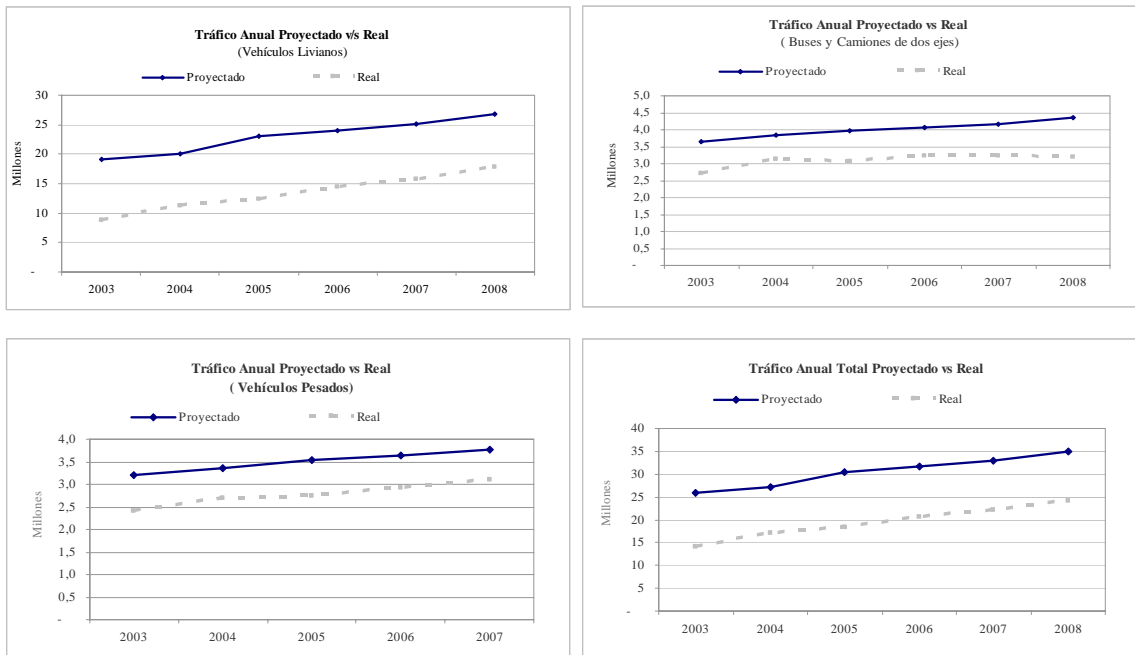
Convenio Complementario N° 7

Con fecha primero de abril de 2008 se suscribió este convenio complementario en donde la sociedad concesionaria se compromete a la ejecución, realización y mantención de obras por UF 1,439 millones los que están siendo compensados por el MOP. Adicionalmente, se establecen condiciones para la autorización del cobro de tarifas en la Plaza de Peajes Troncal del Acceso Sur a Santiago, a partir del 8 de abril de 2008.

Características de Flujo Vehicular¹

Inicialmente se estimó que los vehículos livianos representarían en torno al 75% del total del flujo vehicular; porcentaje que se incrementaría levemente a través del tiempo, alcanzando aproximadamente el 80% al final de la concesión. Por su parte, respecto de los buses / camiones de dos ejes y vehículos pesados, la expectativa era que representarían cerca del 13% y 12%, respectivamente.

A continuación se presenta gráficamente el comportamiento real y proyectado del tráfico, entre los años 2003 y 2008:



¹ De acuerdo a las proyecciones de **Humpheys** de acuerdo a un caso base.

Patrocinadores

Cintra Chile Ltda.

Cintra Chile, principal accionista de Autopista del Maipo Sociedad Concesionaria S.A., es filial de Cintra Concesiones de Infraestructuras de Transporte S.A. (Cintra España), sociedad a través de la cual Ferrovial (con 68% de la propiedad) canaliza su inversión en el mercado de las autopistas de peaje.

Grupo Ferrovial cuenta con una trayectoria de cerca de 40 años, que lo ha convertido en uno de los principales promotores privados de infraestructura de transporte en el mundo (43 países) a través de su filial Cintra. Registra ventas netas anuales durante el año 2008 de, aproximadamente 750 millones de euros en mercados de autopistas de peaje (España, Portugal, Irlanda, Italia, Grecia, Chile, Canadá y Estados Unidos), provenientes de la gestión de aeropuertos (Australia, Reino Unido, Italia, Estados Unidos, Hungría y Chile) y la promoción y explotación de estacionamientos (principalmente en España).

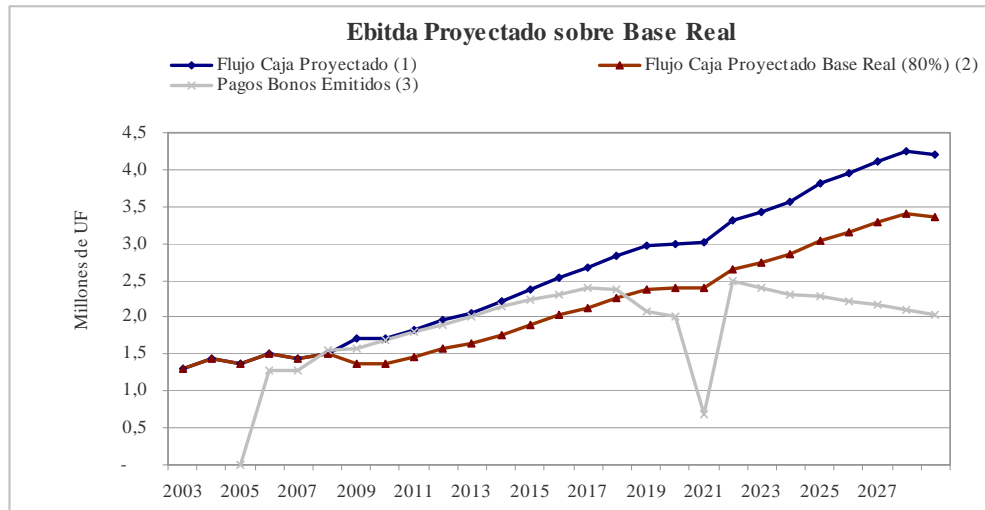
Por su parte, Cintra Chile es la mayor operadora de concesiones de autopistas en Chile, con una amplia y probada experiencia en el rubro. Actualmente opera cinco concesiones en el sur de Chile, que en total suman 905 km. con una inversión cercana a US\$ 1.674 millones.

Análisis Financiero

Proyecciones de Ebitda y Pago de Bonos

En el Ebitda estimado por proyecciones de **Humphreys**, se observa un periodo de poca holgura que se extiende desde el 2009 al 2014 en que los flujos² se calzan con poca holgura con los pagos de los bonos y no supera el flujo del bono en caso de una caída de 20% en los flujos, lo cual se extiende hasta el 2018 asumiendo esta caída. En el siguiente gráfico se muestra la relación entre Ebitda y pago del bono (medido en Unidades de Fomento).

² De acuerdo a las estimaciones efectuadas con la información histórica utilizada por el modelo de **Humphreys**



(1) Ebitda proyectado por humphreys usando como base la información histórica a diciembre de 2008

(2) Ebitda proyectado por **Humphreys** castigado en un 20%.

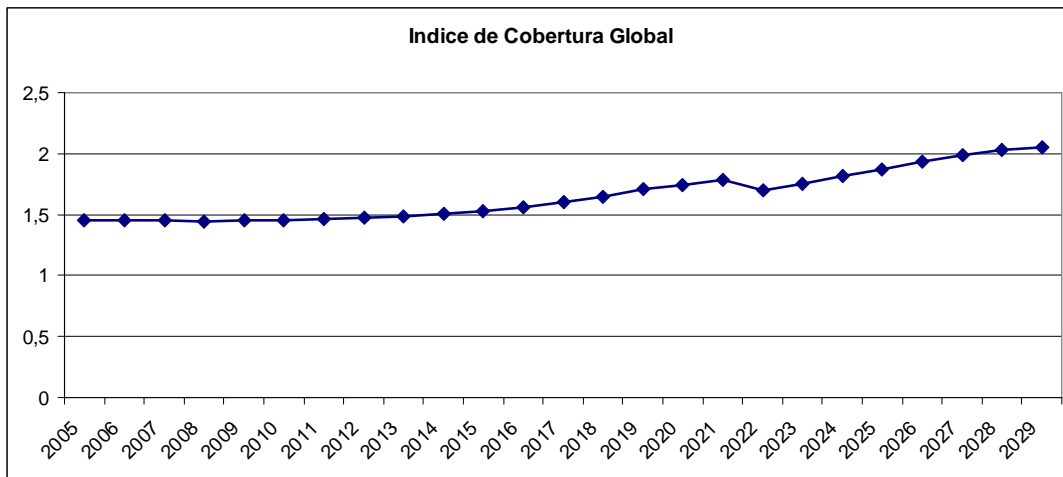
(3) Pago de los bonos.

Índice de Cobertura Global

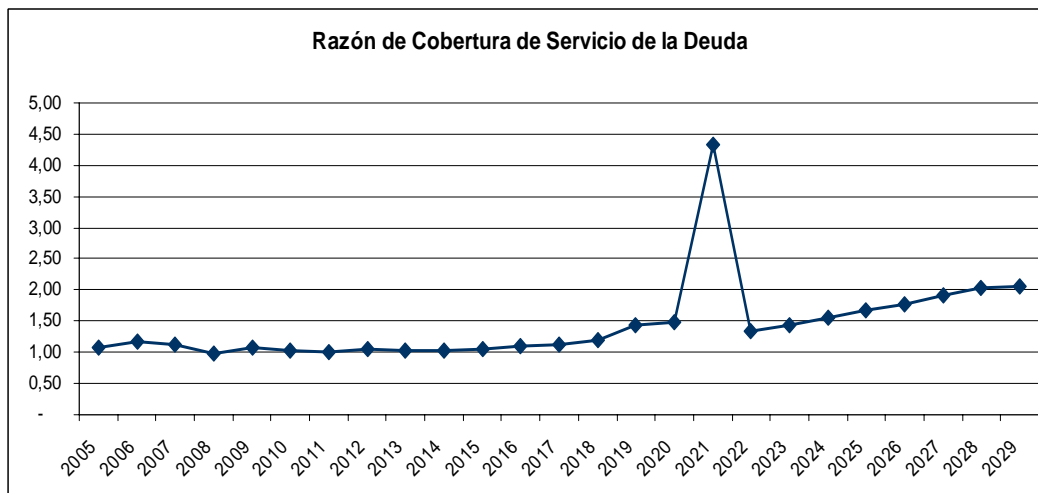
El indicador de cobertura global es calculado con el valor presente del *EBITDA*, real y proyectado en el periodo, descontado a la tasa del bono, sobre el saldo insoluto de la deuda con el público que mantiene la sociedad concesionaria. Así, se presume que si el indicador muestra una relación mayor a 1, los flujos de caja de la concesión, sin considerar pago a los accionistas, son suficientes en relación con el monto de la deuda.

En el caso de **Autopista del Maipo**, el indicador se mantiene todo el periodo analizado sobre uno, y con una tendencia al alza, producto de la disminución del saldo insoluto de la deuda con el transcurso de los años. La evolución y proyección del indicador de cobertura global³ se muestra a continuación.

³ Para los años 2005, 2006, 2007 y 2008 se usan los datos reales para el cálculo del indicador; desde 2009 en adelante se proyecta sobre la base de supuestos utilizados por **Humphreys**.



Por su parte, la razón de cobertura de servicio de la deuda⁴ (RCSD) muestra cuán holgada se encuentra la sociedad en cada periodo para el pago de la deuda con el EBITDA generado. La evolución y proyección de este indicador se muestra en el gráfico que sigue.

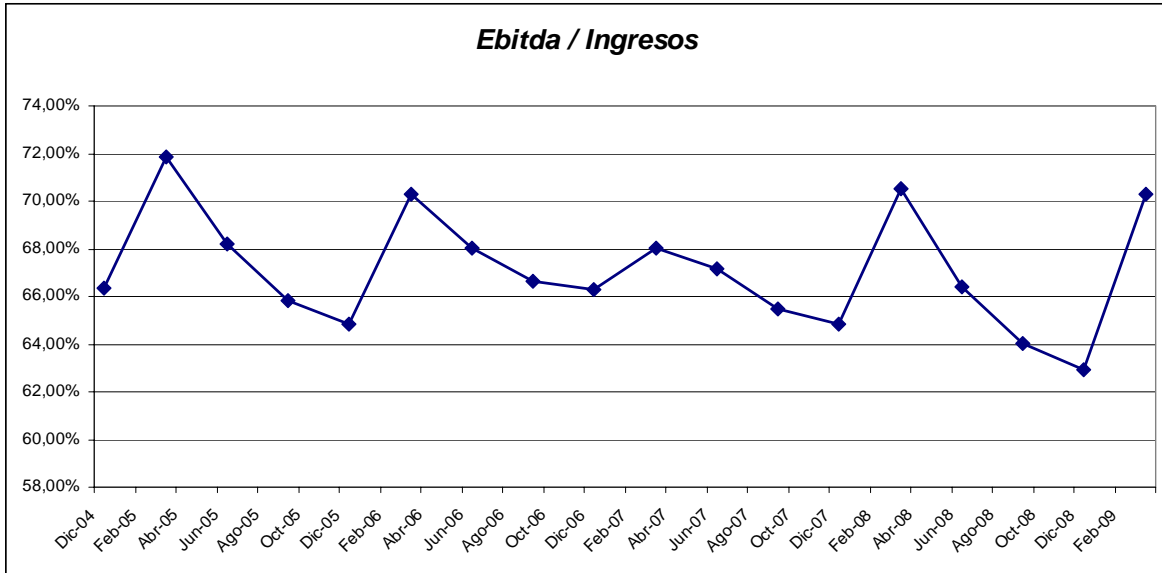


EBITDA

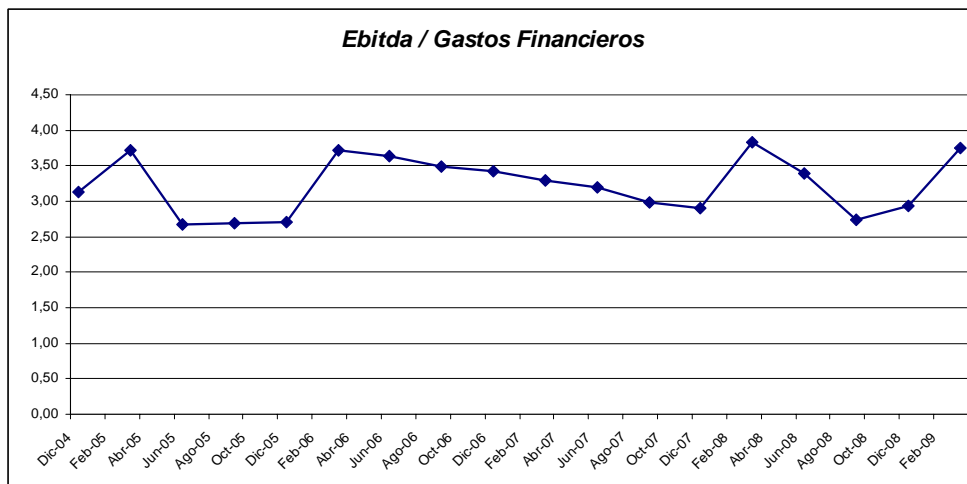
El *EBITDA* muestra una evolución positiva a lo largo del tiempo. Aún así, se observa que desde diciembre de 2004 a la fecha su nivel, como porcentaje de los ingresos, ha mostrado un

⁴ Un indicador sobre 1 muestra que en el periodo se genera suficiente EBITDA para servir la deuda.

comportamiento variable, con una marcada estacionalidad en marzo de cada periodo, provocado principalmente por el uso de esta carretera por periodo de vacaciones.

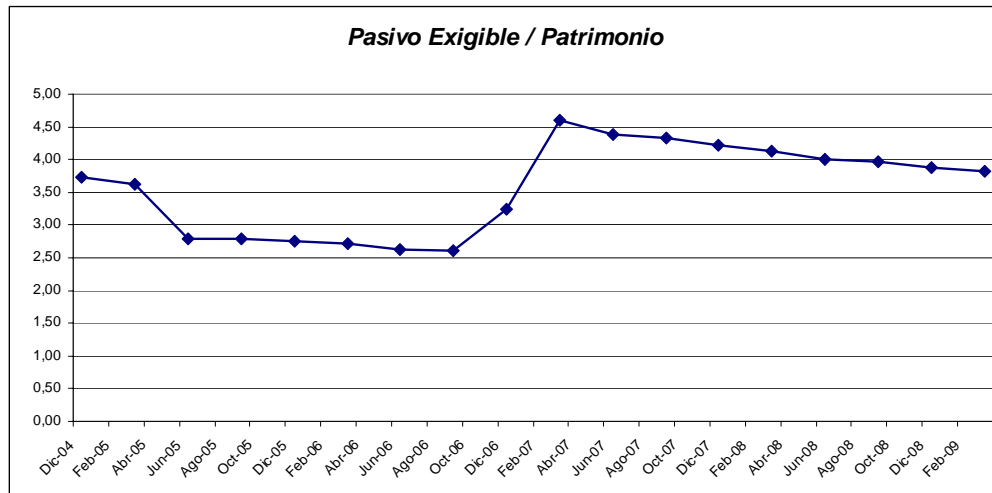


En relación a los gastos financieros, el EBITDA muestra también una relación variable pero con una tendencia en torno a un indicador 3,3 veces. Lo anterior se ve afectado por la diferencia de pagos que debe efectuar la concesionaria en los distintos periodos.

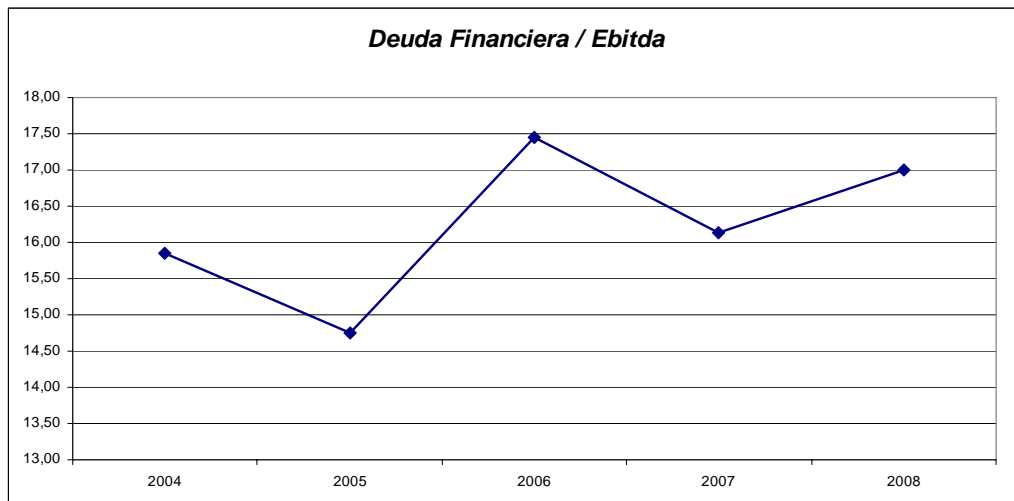


Endeudamiento

El endeudamiento, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, indica un alza en diciembre de 2006 y marzo de 2007 producto de un incremento en el endeudamiento, propiciado por una emisión con cargo a la línea inscrita. Adicionalmente, en marzo de 2007 se repartieron dividendos, lo cual disminuyó el patrimonio de la sociedad concesionaria.



La deuda financiera, medida sobre el Ebitda, muestra un comportamiento volátil, influenciado en parte por lo descrito en el párrafo anterior. Además la mejora mostrada en el último periodo se debe al aumento que ha tenido el Ebitda.



“La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Superintendencia de Valores y Seguros y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma”

Anexo 1

Aspectos Legales

Dadas las características del emisor, sociedad que administra obras públicas concesionadas, uno de los cuerpos legales más relevantes para ella dice relación con el D.F.L. MOP N° 164 de 1991 “Ley de Concesiones de Obras Públicas”.

Decreto con Fuerza de Ley N° 164

Las normas que regulan las concesiones de obras públicas están contenidas principalmente en el DFL N° 164 de 1991 del MOP, “Ley de Concesiones de Obras Públicas”.

De acuerdo con las disposiciones legales, el ente adjudicatario de la concesión debe constituirse como sociedad anónima y con el objeto exclusivo de la ejecución y explotación de la obra concesionada, salvo que las bases de licitación dispongan la ampliación del giro de la sociedad.

Derivado del contrato de concesión, la sociedad concesionaria queda obligada a constituir garantías de construcción y de explotación de acuerdo con los montos establecidos en la licitación; junto a ello corresponde la contratación de seguros de responsabilidad civil y de riesgos catastróficos que permitan la reconstrucción de la obra.

Para garantizar el cumplimiento de los estándares definidos para la obra en ejecución, el MOP debe nombrar un inspector fiscal que actuará como fiscalizador de la misma, ello sin perjuicio de las atribuciones propias del Director General de Obras Públicas. En esta etapa, en caso de controversia entre las partes, puede intervenir la Comisión Conciliadora, entidad creada para resolver los conflictos entre los firmantes del convenio de concesión.

Otro aspecto relevante de la ley dice relación con el proceso de expropiación de bienes, el cual se efectúa mediante la declaración de utilidad pública de los mismos. El costo de las expropiaciones es de cargo del concesionario. Sin embargo, el Fisco – como así ocurre en la realidad – puede limitar el valor máximo a pagar asumiendo una porción del total de los desembolsos a efectuar. Si el proceso de expropiación retrasara la ejecución de la obra, el MOP debe compensar al concesionario por los perjuicios.

Los bienes y derechos que la sociedad concesionaria adquiera con motivo del contrato de concesión no podrán ser enajenados, separados a ésta última, hipotecados o gravados sin consentimiento del MOP y deben pasar a propiedad del Fisco al término de la concesión. Con todo, en caso de transferencia de la concesión, ésta sólo podrá ser cedida a una persona que cumpla con los requisitos exigidos previamente a los licitantes; asimismo, la concesión podrá ser entregada en prenda con el objeto de financiar la ejecución del proyecto.

Dentro de los derechos de los concesionarios está percibir ingresos por el cobro de tarifas en las plazas de peajes circunscritas al área de concesión y otros ingresos derivados de servicios complementarios menores, como por ejemplo, publicidad. El cobro de peaje está limitado por el precio máximo establecido en la licitación; no obstante, existe un ajuste tarifario periódico equivalente al IPC acumulado en dicho lapso (en el caso de Autopista Américo Vespucio Norte, el reajuste es anual).

El régimen económico del contrato de concesión además puede establecer incentivos por seguridad vial y compensaciones por las obras complementarias que pudiere exigir el MOP, adicionales a las estipuladas en el contrato original.

La duración de la concesión será la establecida en el respectivo contrato y sus complementaciones, si correspondiera. No obstante, la concesión también podrá extinguirse por acuerdo entre las partes, grave incumplimiento del concesionario o por cualquier causal previamente establecida en las bases de licitación.

En caso de acuerdo entre las partes para poner término a la concesión, ésta sólo podrá realizarse si los acreedores alzaren las prendas de obras públicas constituidas en su favor o, en su defecto, si aceptaran por escrito el término anticipado del contrato.

Finalmente, cabe destacar que la ley establece una Comisión Conciliadora cuyo propósito es atender las controversias que se susciten entre las partes por interpretación del contrato de concesión (ejemplo, cuantificación de las compensaciones por obras complementarias o determinación de incumplimientos graves por parte del concesionario). La Comisión la conforman tres profesionales, dos elegidos por cada una de las partes y un tercero de común acuerdo o designado por el Presidente de la Corte de Apelaciones en caso de falta de acuerdo. Su constitución se debe formalizar al inicio de la concesión.

En caso que alguna de las partes recurra a la Comisión, ésta tendrá como función conseguir la conciliación entre los contendientes. De no producirse acuerdo dentro de los 30 días, éstos

podrán en el plazo de cinco días solicitar una comisión arbitral o recurrir a la Corte de Apelaciones de Santiago. En el primer caso la comisión arbitral tendrá un plazo de 30 días para resolver, en cuyo período quedarán suspendidas las resoluciones del MOP. La decisión de la comisión no podrá ser objeto de recurso alguno.