



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón Reseña:
**Anual y Cambio de Tendencia
de clasificación**

Analista
René Muñoz A.
Tel. (56) 22433 5200
rene.munoz@humphreys.cl

Sociedad Concesionaria Autopista Central S.A.

Septiembre 2016

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de Bonos	AA
Tendencia	Favorable ¹
Estados Financieros	30 junio 2016

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Bono Serie A1 (BACEN-A1)	N° 359 de 11.11.03
Bono Serie A2 (BACEN-A2)	N° 359 de 11.11.03

Características Bonos Colocados en Chile (junio 2016)						
Identificación	Serie	Valor Nominal Inicial (UF)	Tasa Interés Anual (%)	Período Capitalización	Valor Nominal Vigente (UF)	Plazo (Años)
359	A1	13.000.000	5,30%	Semestral	12.220.000	23
	A2	500	5,30%	Semestral	470	23

EERR Individuales, IFRS						
M\$	2011	2012	2013	2014	2015	jun-16
Ingresos de actividades ordinarias	92.337.349	106.171.079	118.413.422	135.051.865	157.070.913	166.168.767
Otros gastos por naturaleza	-21.635.832	-27.489.137	-29.459.877	-46.283.503	-43.871.544	-44.282.924
Gasto por beneficios a empleados	-4.371.463	-5.055.324	-5.833.354	-5.917.484	-6.855.942	-7.240.930
Costos financieros	-31.875.795	-32.761.263	-33.447.703	-36.042.823	-38.418.590	-40.041.846
Ganancia	10.774.154	18.705.802	27.662.077	16.905.678	34.960.194	12.210.790

Balance general consolidado, IFRS						
M\$	2011	2012	2013	2014	2015	jun-16
Activos corrientes	56.823.083	65.376.453	92.895.871	110.435.836	215.010.109	231.867.013
Activos no corrientes	455.850.361	484.450.321	478.120.850	470.049.328	472.278.293	473.312.656
Total activos	512.673.444	549.826.774	571.016.721	580.485.164	687.288.402	705.179.669
Pasivos corrientes	10.603.316	16.878.885	24.552.339	20.893.064	50.042.192	62.731.840
Pasivos no corrientes	432.401.781	441.651.507	448.126.999	459.166.055	517.752.636	502.874.136
Patrimonio	69.668.347	91.296.382	98.337.383	100.426.045	119.493.574	139.573.693
Total pasivos y patrimonio	512.673.444	549.826.774	571.016.721	580.485.164	687.288.402	705.179.669

¹ Tendencia anterior: Estable.

Opinión

Fundamento de la clasificación

Sociedad Concesionaria Autopista Central S.A. (Autopista Central) es una sociedad anónima cerrada cuyo objeto es la construcción, mantención, explotación y operación de la Concesión Internacional Sistema Norte - Sur, otorgada por el Ministerio de Obras Públicas (MOP), que incluye las Avenidas Norte Sur y General Velásquez, las que totalizan 60,13 km de carreteras (39,47 km para la ruta 5 y 20,66 km. para General Velásquez).

La tendencia de la clasificación de **Autopista Central** cambia desde “*Estable*” a “*Favorable*” en atención al comportamiento y tendencia exhibidos por los ingresos y el EBITDA de la concesionaria, en crecimiento sistemático (salvo el EBITDA en 2014), que, junto con una disminución de la deuda financiera, han fortalecido la capacidad de pago del emisor. Además, al analizar el comportamiento del tráfico, se observa un alza constante y significativa en el último período.

En general, las fortalezas de **Autopista Central** se sustentan en las características propias de la concesión y de la estructura financiera de los bonos. En efecto, las proyecciones efectuadas por **Humphreys**, las cuales son confeccionados a partir de los estudios de tráfico realizados por entidades especializadas y corregidos por el comportamiento real exhibido por la concesionaria, muestran que los flujos esperados para el emisor son más que suficientes para cumplir oportunamente con las obligaciones derivadas de la emisión de bonos, los cuales se expresan en los indicadores de cobertura de la deuda, incluso bajo un escenario que implique menores excedentes que los previstos.

También se debe considerar que los términos de la estructura financiera de la empresa implican mantener elevados niveles de liquidez. Es así como a junio de 2016 la sociedad concesionaria disponía de recursos líquidos por cerca de \$ 154.029 millones, lo que equivale a aproximadamente 30% de la deuda financiera de la compañía a junio de 2016.

La clasificación de riesgo de los bonos incorpora el hecho de que el flujo vehicular de la autopista ha sido consistente en su crecimiento y que el tráfico muestra un historial de larga data dentro de la misma autopista. Asimismo, se reconoce que el uso de la carretera se ve beneficiado por cuanto sirve de conexión para los centros de negocios ubicados al norte y sur de la ciudad y, además, por aprovechar el incremento natural del flujo provocado por el crecimiento urbano y del parque automotriz.

Adicionalmente, el tráfico de la autopista se ve favorecido por ser parte de la Ruta 5, la que conecta el norte y el sur del país, por lo que la posibilidad de una interrupción prolongada se estima de muy baja probabilidad, producto de la importancia geopolítica de la vía.

La categoría de riesgo asignada también considera el alto nivel tecnológico del cobro de peajes utilizado por la sociedad concesionaria, implementados en otras autopistas. Esto ha mejorado la cantidad de clientes al día con sus pagos debidos a los requisitos que se les impone a los usuarios que quieran utilizar este servicio. Además, la existencia de un marco regulador sustentado en una estructura legal transparente, tanto en relación con el cobro de peajes como respecto de la concesión de obra pública propiamente tal, ayuda a esta clasificación.

La clasificación podría verse favorecida en la medida que **Autopista Central** consolide los crecimientos de tráfico y su disminución de la deuda comercial, respecto a los estimados inicialmente por la sociedad y la clasificadora, lo que también debería repercutir en sus flujos de caja y por ende daría mayor holgura a la sociedad para el pago de sus obligaciones.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Aumento sistemático y constante de los ingresos.
- Flujo de caja adecuado en relación al pago de la deuda.
- Estructura financiera que favorece la liquidez.

Fortalezas complementarias

- Importancia de la ruta para la conectividad país.
- Estabilidad institucional y legal.

Fortalezas de apoyo

- Uso de sistema Free Flow.

Riesgos considerados

- Disminuciones en el tráfico vehicular (baja probabilidad).
- Incumplimientos de obligaciones asumidas con el MOP (baja probabilidad).

Definición de categoría de riesgo

Categoría AA

Instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Hechos recientes

De acuerdo con la última información disponible, durante los seis primeros meses de 2016 la empresa generó ingresos por actividades ordinarias que ascendieron a \$ 76.760 millones, lo que representa un

aumento del 13,4% en comparación con los ingresos del mismo período del año anterior. Por otro lado, los otros gastos por naturaleza alcanzaron un monto de \$ 12.332 millones, lo que significó un crecimiento del 3,45% respecto a junio de 2015. Por su parte, los gastos por beneficios a empleados registraron los \$ 3.694 millones, implicando un aumento del 11,6% respecto al primer semestre de 2015.

Los costos financieros alcanzaron los \$ 20.069 millones durante el primer semestre de 2016, lo que significa un incremento del 8,8% con respecto a junio de 2015.

El resultado neto ascendió a \$ 23.835 millones, implicando un 23,7% sobre el mismo período de 2015, influido principalmente por el incremento del flujo vehicular de los clientes con contrato, infractores y Pase Diario, esto último impulsado por el aumento de vehículos provenientes de regiones.

A junio de 2016 la sociedad concesionaria poseía activos por \$ 705.180 millones, los que son financiados con \$ 565.606 millones de pasivos exigibles y \$ 139.574 millones de patrimonio.

Antecedentes generales

Características de la concesión

La concesión vial denominada **Autopista Central** (bajo el nombre de contrato "Sistema Norte-Sur") tiene una longitud de 60,13 kilómetros y comprende dos ejes viales emplazados en la Región Metropolitana: eje Norte - Sur, sector Río Maipo - Américo Vespucio Norte (39,47 km) y eje General Velásquez, sector Las Acacias - Ruta 5 Norte (20,66 km). En la Tabla 1 se especifican los ejes viales, los tramos del proyecto, y la longitud de cada tramo.

El plazo de la concesión es por un período de 360 meses (30 años) contado desde la fecha de la firma del convenio entre el MOP y el concesionario. De esta forma, su extinción está programada para el año 2031.

La autopista concesionada comenzó su etapa de construcción el 3 de julio de 2001. En mayo de 2006 se entregaron los últimos tramos (F1, F2 y G) y se iniciaron los cobros respectivos. Con lo anterior, la autopista se encuentra completamente operativa.

Tabla 1: Longitud por tramo de la concesión

Eje Vial	Tramo	Longitud (Km)	Longitud Total
Norte - Sur	Tramo 1 (A): Río Maipo - Las Acacias	14,75	39,47
	Tramo 2 (B1): Las Acacias - Carlos Valdovinos	10,88	
	Tramo 3 (B2): Carlos Valdovinos - Río Mapocho	5,30	
	Tramo 4 (C1): Río Mapocho - Domingo Sta. María	4,09	
	Tramo 5 (C2): Domingo Sta. María - Av. A. Vespucio Norte	4,45	
General Velásquez	Tramo 6 (D): Ruta 5 Sur - Carlos Valdovinos	8,90	20,66
	Tramo 7 (F1): Carlos Valdovinos - Alameda	2,77	
	Tramo 9 (F2): Av. Ecuador - Río Mapocho	4,06	
	Tramo 10 (E): Río Mapocho - Ruta 5 Norte	4,93	

Patrocinadores

Autopista Central es controlada en un 100% por Abertis Infraestructuras S.A. a través de Abertis Autopistas Chile S.A. y Central Korbana Chile S.A., de la cual con fecha 21 de enero de 2016 adquirió la totalidad de la participación de Alberta Investment Corporation (AIMCo), entregándole el 100% de la propiedad de **Autopista Central**.

Abertis es un grupo internacional que desarrolla actividades en el ámbito de infraestructuras en autopistas, telecomunicaciones, aeropuertos, estacionamientos y parques logísticos y está presente en 14 países de tres continentes.

Tabla 2: Accionistas de Autopista Central a junio 2016

Accionistas	Propiedad
Central Korbana Chile S.A.	50%
Abertis Autopistas Chile S.A.	50%

Modificación de obras y convenios

Convenio Complementario 1

Fue aprobado bajo D.S. MOP N° 558 de 30 de mayo de 2003 en el que el MOP planteó un conjunto de modificaciones a las obras y servicios del proyecto originalmente contratado, las que incluyeron modificaciones y mejoramientos de enlaces y atraviesos, modificación de pasarelas, colectores para el saneamiento de aguas lluvias, entre otros.

Convenio Complementario 2

Fue aprobado bajo D.S. MOP N° 104 de 16 de febrero de 2004 corresponde a un cambio de fecha para modificar el plazo para optar a un mecanismo de cobertura cambiaria definido en las Bases de Licitación.

Convenio Complementario 3

Fue aprobado bajo D.S. MOP N° 284 de 29 de abril de 2005 corresponde a compensaciones por la postergación del inicio de cobro de peajes en algunos tramos de la concesión y por la aceleración de las obras en otros tramos con tal de disponer de las vías expresas en el menor plazo posible.

Convenio Complementario 4

Fue aprobado bajo D.S. MOP N° 213 de 26 de marzo de 2007 corresponde a la aceleración de las obras a tramos del eje General Velásquez en el menor plazo posible además de modificaciones solicitadas por el MOP.

Convenio Ad-Referéndum 1

Fue aprobado bajo D.S. MOP N° 239 de 01 de agosto de 2013 y considera la incorporación de la ejecución, conservación y mantenimiento de las obras de la salida a Ruta 5 Sur en Enlace Vivaceta y las obras de la conexión de Avenida General Velásquez con Costanera Norte.

Convenio Ad-Referéndum 2

Fue aprobado bajo D.S. MOP N° 3.341 de 14 de agosto de 2013 donde la concesionaria deberá elaborar la obra "PID Nudo Quilicura" y ejecutar las "Obras Nuevo Puente Maipo y sus Accesos" y "Nuevo Pórtico PA1 y SGT".

Análisis financiero

Proyecciones de EBITDA y pago de bonos

Las proyecciones de EBITDA² efectuadas en relación con los flujos de la concesionaria son de exclusiva elaboración y responsabilidad de **Humphreys**, por lo tanto, bajo ningún contexto, comprometen o representan la opinión de terceros ajenos a las administraciones de la clasificadora. Para la confección de los flujos futuros, **Humphreys** tomó en consideración los estudios de tráfico existentes inicialmente (previo al inicio de las operaciones de la autopista concesionada) y los ajustó, de acuerdo con su propio criterio, sobre la base del desempeño real exhibido en los años que lleva de operación. Además se han tomado en cuenta los nuevos estudios de tráfico realizados para la concesionaria, los que ya consideran los flujos con los años de funcionamiento que posee la autopista urbana. La proyección de los flujos futuros junto con los montos de pago de la deuda se muestra en la *Ilustración 1*.

² Definido como Ganancia (Pérdida) antes de Intereses, diferencia de cambio, otras unidades de reajuste, impuestos, depreciaciones y amortizaciones. Para los primeros años se estima un crecimiento en los ingresos con cifras menores a los dos dígitos y se mantiene la estructura de costos y gastos en relación a su ingreso que presenta actualmente la empresa. Cifras en U.F.

Índice de cobertura global

El indicador de cobertura global es calculado como la relación entre el valor presente del EBITDA proyectado para el período de vigencia de los bonos, descontado a la tasa de interés de los mismos, y el valor de la deuda financiera de la concesionaria. Así, si el indicador muestra una relación mayor a uno, previo ajuste por el pago de impuestos, entonces se presume que la compañía no debiera presentar problemas para dar cumplimiento al pago de sus pasivos financieros (bajo el supuesto de un adecuado calce entre los flujos).

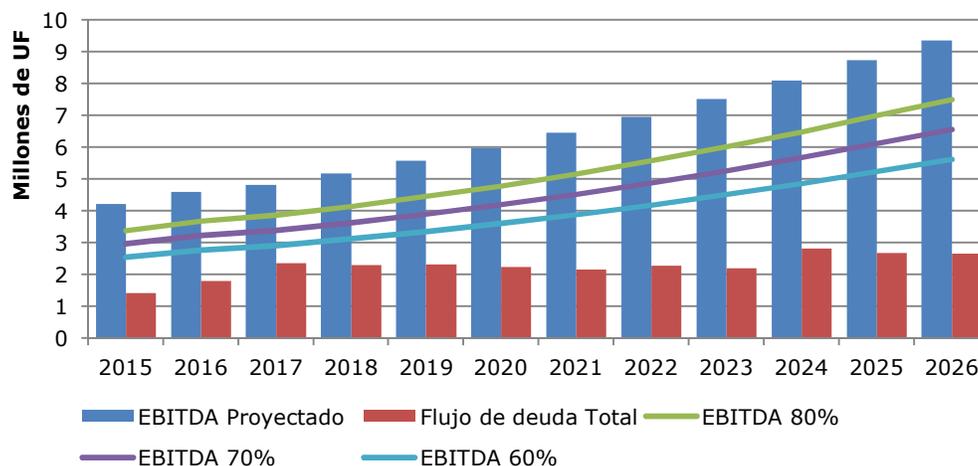


Ilustración 1: EBITDA y servicio de la deuda

En el caso de **Autopista Central**, al cierre de 2015 este indicador -sin ajuste- presentaba un valor de 2,83. Como se puede observar en la *Ilustración 2*, a junio de 2016 (últimos doce meses) alcanza un registro de 2,86, lo que significa que el valor actual del EBITDA más que duplica el valor de la deuda financiera.

ICG

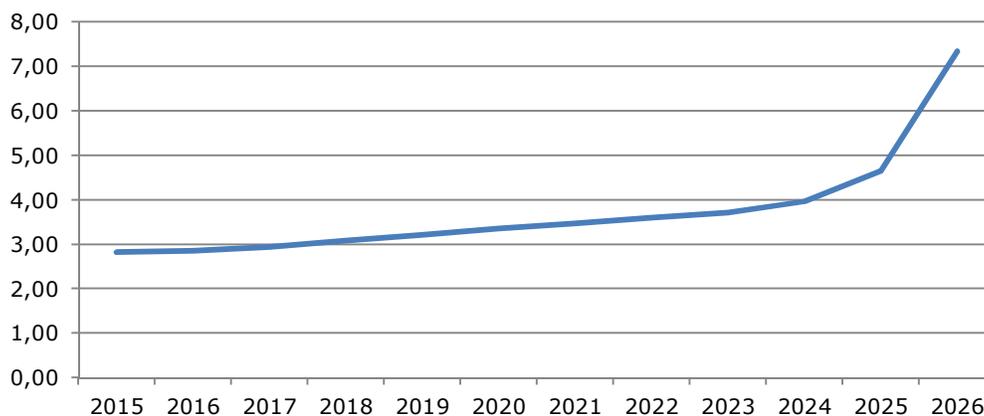


Ilustración 2: Índice de cobertura global de la deuda

Por su parte, la razón de cobertura de servicio de la deuda (RCSD) muestra para cada período cuán holgado es el EBITDA generado por la sociedad en relación con el pago de los pasivos. En particular para **Autopista Central** este indicador muestra que no debería presentar problemas (con las proyecciones actuales) al momento del servicio de la deuda, puesto que cuenta con una cobertura elevada para el cumplimiento de sus obligaciones. El indicador actual y su proyección se muestran en la *Ilustración 3*.

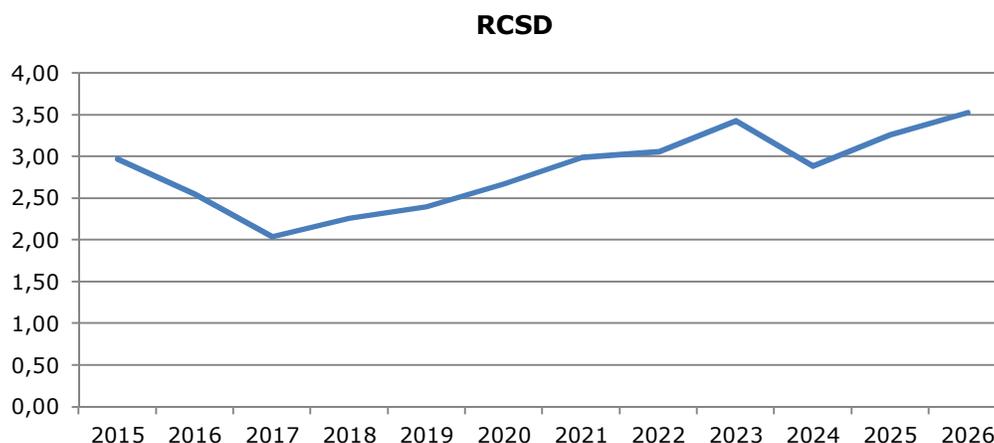


Ilustración 3: Razón de cobertura de servicio de deuda

EBITDA

El EBITDA calculado por **Humphreys** muestra una recuperación del crecimiento en el año 2015, el cual se vio disminuido durante el período anterior, producto de un aumento en los deudores incobrables de clientes infractores y reincidentes, lo que incrementó la provisión de la concesionaria. Sin embargo, los ingresos han presentado un crecimiento constante. Lo anterior deja a **Autopista Central** con un margen EBITDA de 70% para junio de 2016 (últimos doce meses). Esto se puede apreciar en la *Ilustración 4*.

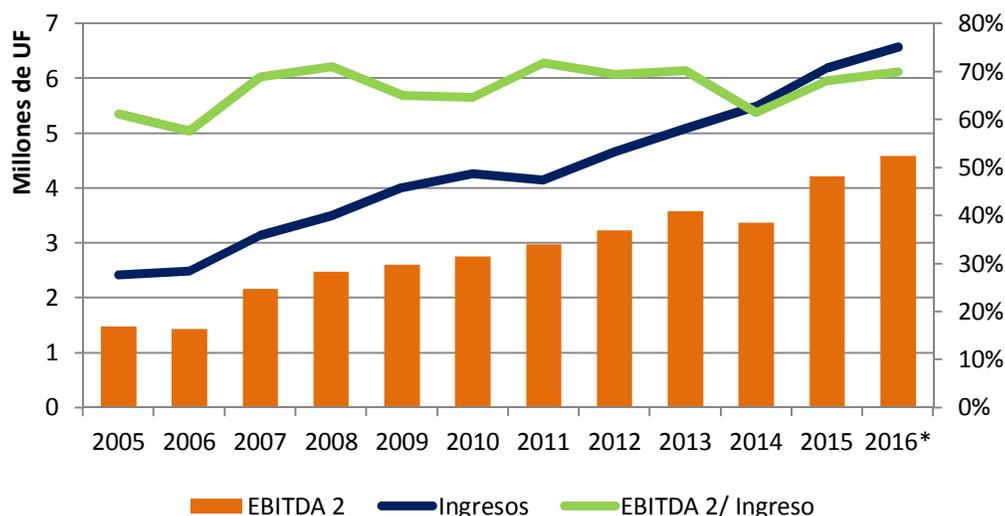


Ilustración 4: EBITDA vs ingresos (Últimos doce meses)*

Endeudamiento

El endeudamiento, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, ha mostrado una tendencia a la baja, pasando desde niveles cercanos a 12 veces el año 2009 hasta el 2012, cuando registró un poco más de 5 veces el pasivo exigible sobre el patrimonio. Desde entonces, a marzo de 2016, el indicador ha mostrado leves caídas llegando a 4,05 veces en su último registro, como se puede apreciar en la *Ilustración 5*.

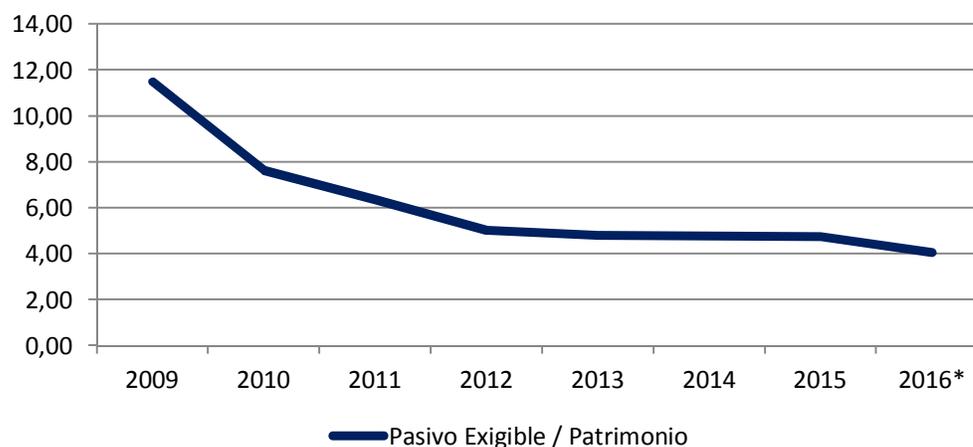


Ilustración 5: Razón de endeudamiento (* Últimos doce meses)

Liquidez

La liquidez de **Autopista Central**, medida como activo corriente sobre pasivo corriente, muestra una disminución durante los últimos 2 períodos, pero con algunos incrementos puntuales durante el 2011 y 2014. Sin embargo, este indicador siempre se ha mantenido sobre la unidad debido a las distintas reservas que debe mantener de forma líquida para hacer frente a mantenciones o pagos de cupón. Al cierre de 2015 alcanzó las 4,3 veces mientras que para junio de 2016 registraba 3,7 veces. La *Ilustración 6* presenta el comportamiento de este indicador.

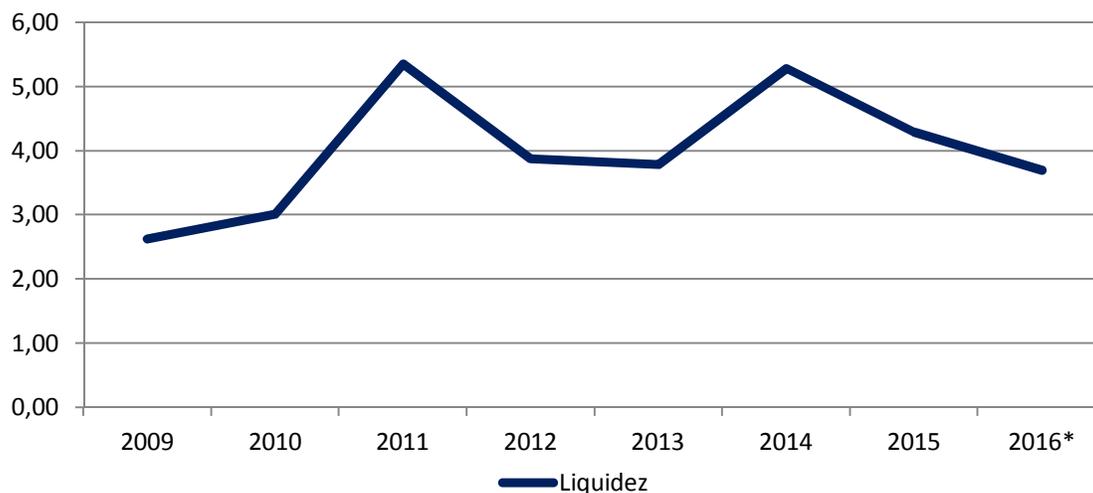


Ilustración 6: Razón de liquidez autopista (Últimos doce meses)*

"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."