



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Reseña Anual

Analista

Gonzalo Neculmán G.

Tel. 56 – 2 – 433 52 14

gonzalo.neculman@humphreys.cl

Sociedad Concesionaria Autopista Central S.A.

Septiembre 2010

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de Bonos Tendencia	AA- Estable
EEFF base	
	30 de junio 2010

Características Bonos Colocados en Chile

Identificación	Serie	Valor Nominal Inicial (UF)	Tasa Interés Anual (%)	Período Capitalización	Valor Nominal Vigente (UF) ¹	Fecha Vencimiento
359	A1 A2	13.000.000 500	5,3% 5,3%	Semestral Semestral	12.967.500 499	15 Diciembre 2026 15 Diciembre 2026

Inscripción de la Emisión en el Registro de Valores N.º 359 con fecha 11 de noviembre de 2003.

Estado de Resultados Individual

Cifras en Miles de \$	2005	2006	2007	2008	2009
de Jun-10					
Ingreso Operacional	51.626.816	53.081.088	66.312.465	74.358.736	84.809.354
Costo Explotación	-16.617.815	-19.685.944	-21.072.346	-21.198.472	-27.959.704
Gasto Admin. y Venta	-13.097.618	-13.757.156	-12.028.760	-12.485.373	-11.432.652
Resultado Operacional	21.911.383	19.637.988	33.211.360	40.674.891	45.416.998
Ebitda	31.602.937	30.577.087	45.679.162	52.773.384	56.674.577
Utilidad Neta	30.185.416	-8.918.550	11.155.049	7.834.670	31.355.840

¹ Agosto de 2010

Balance General Individual

Cifras en Miles de \$	2005	2006	2007	2008	2009
de Jun-10					
Activo Circulante	55.447.817	44.527.692	59.077.316	40.352.143	46.785.043
Activo Fijo	550.635.765	559.987.141	551.006.757	541.394.877	529.115.067
Otros Activos	46.387.551	55.986.578	68.979.198	95.134.795	115.060.441
Total Activos	652.471.133	660.501.411	679.063.271	676.881.815	690.960.550
Pasivo Circulante	27.727.734	13.488.724	11.327.482	10.587.245	14.182.339
Pasivo Largo Plazo	511.313.044	542.526.973	552.130.623	542.841.337	522.012.695
Patrimonio	113.430.355	104.485.715	115.605.167	123.453.233	154.765.515
Total Pasivos	652.471.133	660.501.411	679.063.271	676.881.815	690.960.550

EERR Consolidado IFRS

M\$ a junio de 2010	Jun -10	Jun -09
Ingresos de actividades ordinarias	45.412.757	40.895.282
Otros gastos por naturaleza	15.234.566	9.925.269
Gasto por beneficios a empleados	2.370.110	2.712.290
Costos financieros	18.756.576	11.410.022
Ganancia	2.733.330	10.489.322

Balance General Consolidado, IFRS

MM\$ a junio de 2010	Jun-10	Dic-09
Activos Corrientes	56.964.930	53.928.311
Activos No Corrientes	504.690.143	496.441.978
Total Activos	561.655.073	550.370.289
Pasivos Corrientes	22.501.882	20.523.732
Pasivos No Corrientes	492.419.356	485.710.865
Patrimonio	46.733.835	44.135.692
Total Pasivos y Patrimonio	561.655.073	550.370.289

Opinión

Fundamento de la Clasificación

Sociedad Concesionaria Autopista Central S.A. (**Autopista Central**) es una sociedad anónima cerrada cuyo objeto es el diseño, 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 kms. de carreteras de alta velocidad (40 kms. para la ruta 5 y 20 kms. para General Velásquez).

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** – confeccionados a partir de los estudios de tráfico y de presupuestos realizados por entidades especializadas y corregidos por el comportamiento real exhibido por la concesionaria– muestra que los flujos esperados para el emisor son más que suficientes para cumplir oportunamente con las obligaciones derivadas de la emisión de bonos, 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 la obligan a privilegiar su liquidez. Es así como a junio de 2010 la sociedad concesionaria disponía de recursos líquidos por cerca de \$ 12.900 millones, lo que equivale a aproximadamente 3,2% del saldo insoluto del bono.

La clasificación de riesgo de los bonos incorpora el hecho de que el flujo vehicular de la autopista ha sido consistente, creciente y que el tráfico muestra un historial de larga data dentro de la misma autopista. Asimismo, se reconoce de que el uso de la carretera se ve beneficiado por servir 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, la autopista se ve beneficiada 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, los moderados niveles de incobrabilidad y 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.

La tendencia se estima “*Estable*”, principalmente porque no se visualiza eventos que pudieran cambiar el escenario en que desenvuelve la concesionaria en el corto plazo.

La clasificación podría verse favorecida en la medida que **Autopista Central** logre crecimientos en su tráfico mayores a los estimados inicialmente por la sociedad y la clasificadora, lo que también debería repercutir en sus flujos de caja.

Para la mantención de la clasificación es necesario que la concesión logre estabilizar sus flujos y cumplir con las estimaciones de crecimiento en sus ingresos y en definitiva no deteriore las fortalezas que sustentan su clasificación.

Definición de Categorías 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.

“-”: Corresponde a los títulos de deuda con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

Hechos recientes

De acuerdo con la última información disponible, durante los seis primeros meses de 2010 la empresa generó ingresos por actividades ordinarias que ascendieron a \$ 45.412 millones, lo que representa un 11% más que los ingresos del mismo periodo del año anterior. En el mismo periodo, los otros gastos por naturaleza alcanzaron un monto de \$ 15.234 millones, lo que significó un aumento de 64,7% respecto a aquellos meses del 2009, lo anterior, principalmente por mayores gastos comerciales en relación al 2009. Por su parte los gastos por beneficios a empleados alcanzaron los \$ 2.370 millones, implicando una disminución de 12,6% respecto al primer semestre de 2009.

Los costos financieros alcanzaron \$ 18.756 millones durante el primer semestre de 2010, lo cual es 64,3% mayor a los costos financieros del año anterior, estos se ven aumentados respecto al año anterior producto de diferencias de tipo de cambio y tasas de los intereses de los bonos.

La ganancia ascendió a \$ 2.733 millones, implicando una disminución real de 73.9%, producto por mayores gastos financieros y mayor provisión de incobrables.

A junio de 2010, la sociedad concesionaria posee activos por \$ 561.655 millones, lo cuales son financiados con \$ 514.921 millones de pasivos exigibles y \$ 46.733 millones de patrimonio.

Antecedentes generales

Características de la concesión

La concesión vial denominada **Autopista Central** ("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- A. Vespucio Norte (39,47 Km) y eje General Velásquez, sector Las Acacias-Ruta 5 Norte (20,66 Km). En el siguiente cuadro se especifican los ejes viales, los tramos del proyecto, y la longitud de cada tramo:

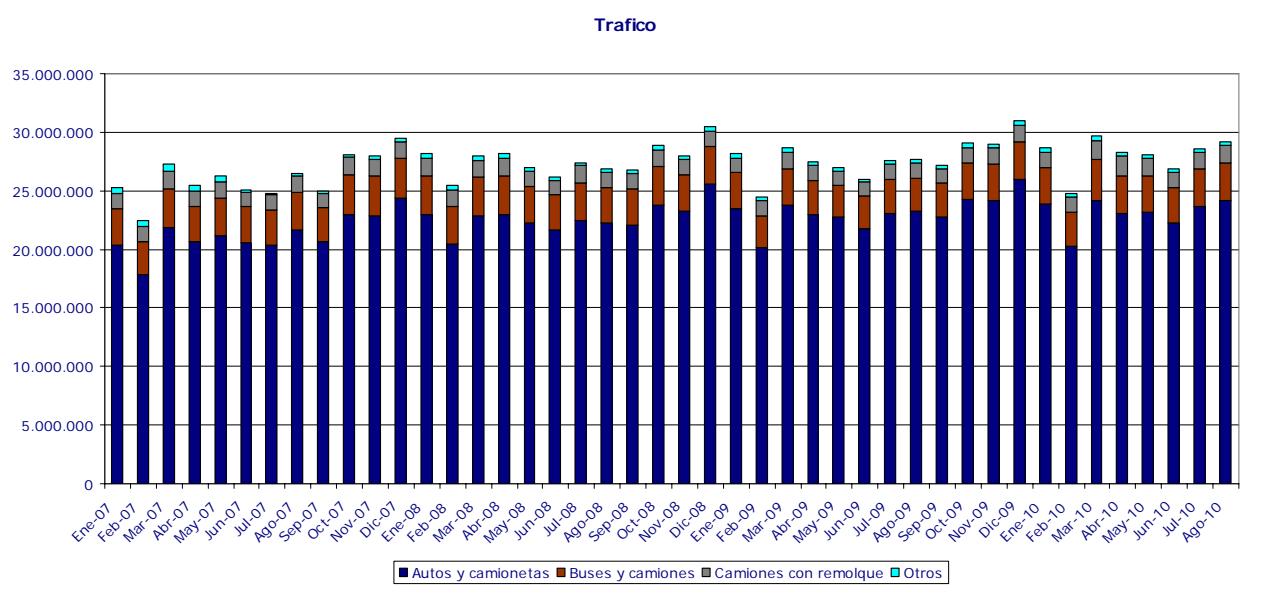
Eje Vial	Tramo	Longitud (Km)	Longitud Total
Norte - Sur	Tramo 1 (A): Río Maipo - Las Acacias	14,75	39.47
	Tramo 2 (B1): Las Acacias - Carlos Valdovinos	10,88	
	Tramo 3 (B2): Carlos Valdovinos - Río Mapocho	5,30	
	Tramo 4 (C1): Río Mapocho - Domingo Sta. María	2,85	
	Tramo 5 (C2): Domingo Sta. María - Av. A. Vespucio Norte	5,69	
General Velásquez	Tramo 6 (D): Ruta 5 Sur - Carlos Valdovinos	8,90	20,66
	Tramo 7 (F1): Carlos Valdovinos - Av. 5 de Abril	2,27	
	Tramo 8 (G): Av. 5 d Abril - Av. Ecuador	0,85	
	Tramo 9 (F2): Av. Ecuador - Río Mapocho	3,71	
	Tramo 10 (E): Río Mapocho - Ruta 5 Norte	4,93	
	Tramo 1 (A): Río Maipo - Las Acacias	14,75	
	Tramo 2 (B1): Las Acacias - Carlos Valdovinos	10,88	
	Tramo 3 (B2): Carlos Valdovinos - Río Mapocho	5,30	

El plazo de la concesión es por un periodo 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.

Tráfico

En los últimos tres años los vehículos livianos (autos y camionetas) han representado en torno al 82,7% del tráfico total de la autopista, por su parte los buses y camiones representan el 11,1% promedio de las pasadas por los pódicos y los camiones con remolque representan un 4,9%, también existe un ítems de otros que presentan menos del 1,5%. Lo anterior señala que el tráfico de la autopista esta fuertemente influenciado por vehículos livianos los cuales en un gran porcentaje utilizan diariamente.



Patrocinadores

Autopista Central es controlada por Abertis y un fondo de inversión gestionado por Santander.

Abertis es un grupo internacional que desarrolla actividades en el ámbito de las autopistas, las infraestructuras de telecomunicaciones, los aeropuertos, los estacionamientos y los parques logísticos. Está presente en 17 países de tres continentes.

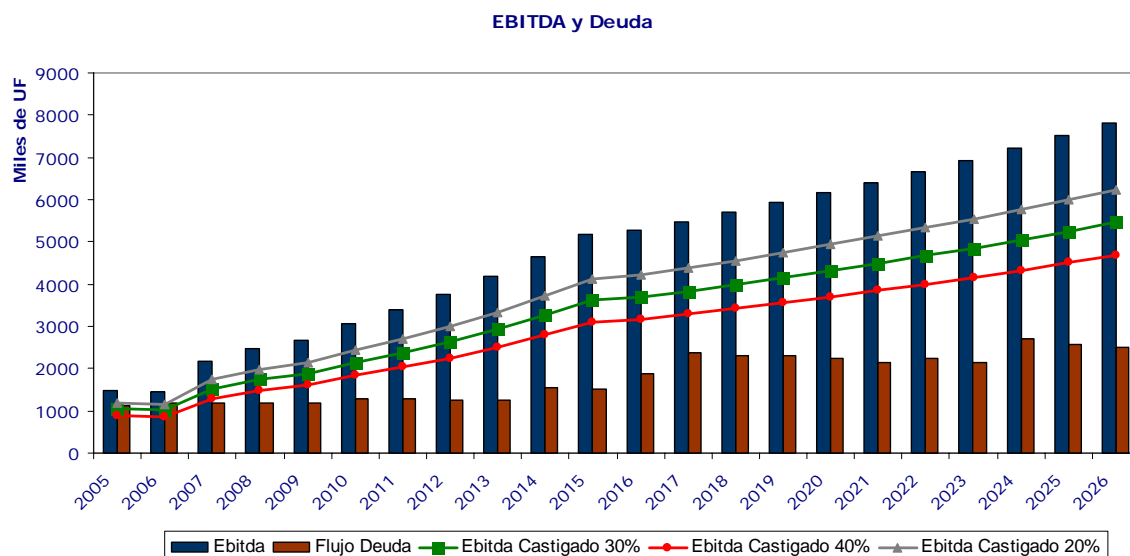
A junio de 2009 la distribución de la propiedad se daba de la siguiente forma:

Accionistas	Propiedad
Skanska Infrastructure Development (Chile) S.A.	50%
Inversora de Infraestructuras S.L.	25%
Inversiones Nosedal S.A.	25%

Análisis financiero

Proyecciones de EBITDA y pago de bonos

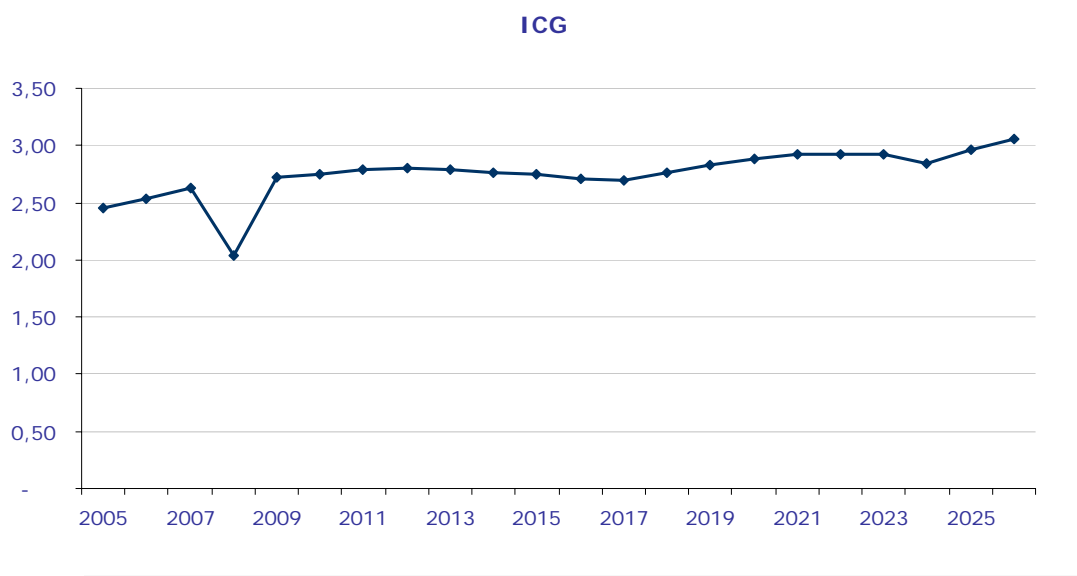
Las proyecciones efectuadas en relación con los flujos de la concesionaria son de exclusiva elaboración y responsabilidad de **Humphreys**, por lo tanto, bajo ningún contexto, comprometen o representan la opinión de terceros ajenos a las administración de la clasificadora. Para la confección de los flujos futuros, **Humphreys** tomó en consideración los estudios de tráfico existentes inicialmente (previo al inicio de las operaciones de la autopista) y los ajustó, de acuerdo con su propio criterio, sobre la base del desempeño real exhibido en los años que lleva de operación. La proyección y los flujos futuros de la deuda se muestran a continuación:



Índice de cobertura global

El indicador de cobertura global es calculado como el cuociente entre el valor presente del EBITDA proyectado para el periodo de vigencia de los bonos, descontado a la tasa de interés de los mismos, y el saldo insoluto de la deuda financiera de la concesionaria. Así, si el indicador muestra una relación mayor a uno, entonces se presume que la compañía no debiera presentar problemas para dar cumplimiento al pago de sus pasivos financieros.

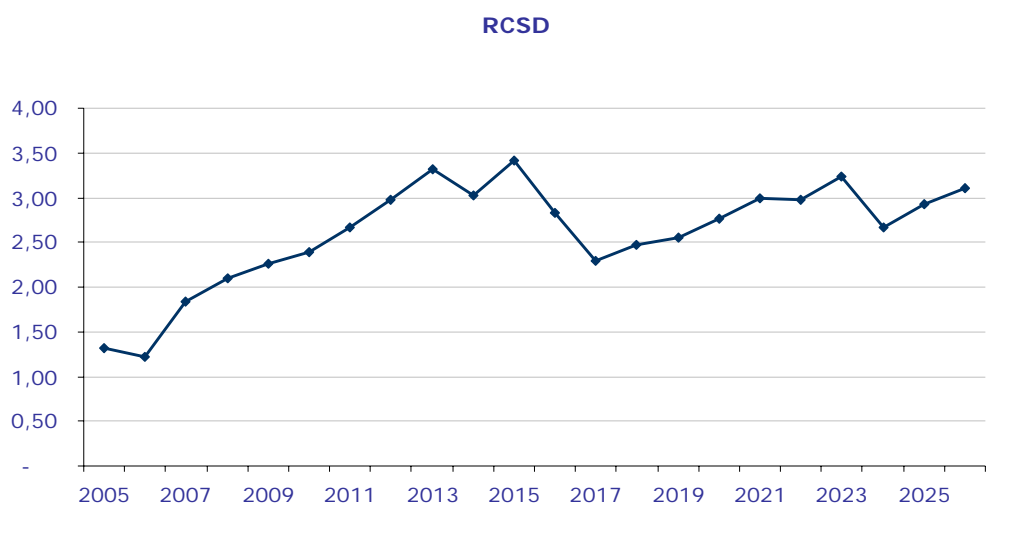
En el caso de **Autopista Central**, el indicador se mantiene todo el periodo analizado sobre uno, y con una leve tendencia al alza, producto de la disminución del saldo insoluto de la deuda con el transcurso de los años y la mantención de los flujos. La evolución y proyección del indicador de cobertura global² se muestra a continuación:



² Para los años 2005, 2006, 2007, 2008 y 2009 se usan los datos reales para el cálculo del indicador; a partir de 2010 se proyecta en bases a supuestos utilizados por **Humphreys**.

Adicionalmente, la clasificadora efectúa un análisis dinámico de los indicadores de cobertura. De esta forma, y en relación al modelo aplicado por **Humphreys**, la concesionaria presenta niveles de cobertura y probabilidades de caídas abruptas que le otorgan una solvencia correspondiente a la familia de las clasificaciones AA.

Por su parte, la razón de cobertura de servicio de la deuda³ (RCSD) muestra cuán holgada se encuentra la sociedad en cada periodo para el pago de la deuda con el EBITDA generado. En particular para **Autopista Central** este indicador muestra que no debería tener problemas (con las proyecciones actuales) al momento del pago de la deuda, puesto que cuenta con una cobertura elevada para el pago de sus obligaciones en relación a su generación de EBITDA, superior a sus pares. El indicador y su proyección se muestran a continuación:

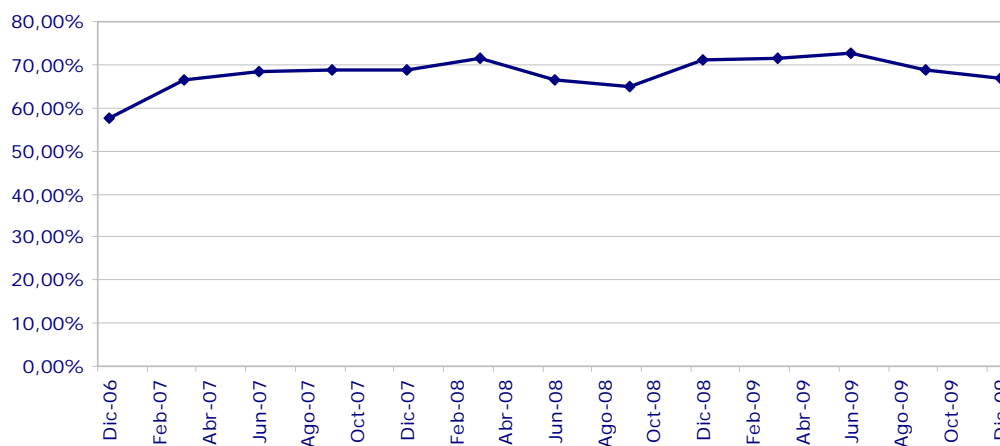


³ Un indicador sobre uno muestra que en el periodo se genera suficiente EBITDA para servir la deuda.

EBITDA

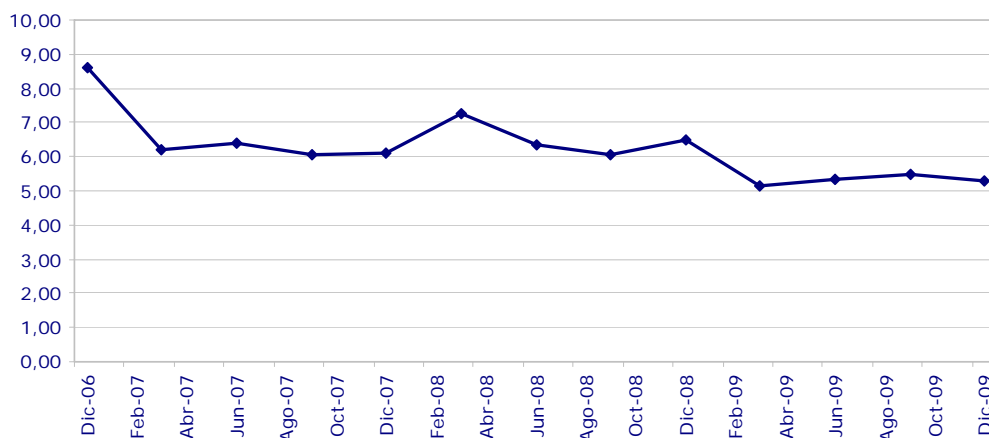
Se puede observar que desde diciembre de 2006 hasta junio de 2010 la relación EBITDA/ingresos ha aumentado desde 58% a 67%. Es importante destacar que a medida que las concesiones maduran, esta relación se va haciendo mayor, producto de una menor relación de sus costos en relación al ingreso generado. En el caso particular de **Autopista Central**, esta relación debería presentar un aumento, aunque no con una pendiente tan elevada, dado que la traza que opera la sociedad concesionaria tiene una antigüedad bastante extensa, por lo cual los crecimientos en el tráfico esperado deben ser menores en comparación a otras autopistas concesionadas en fechas similares, pero con tráficos menos maduros.

EBITDA / Ingresos



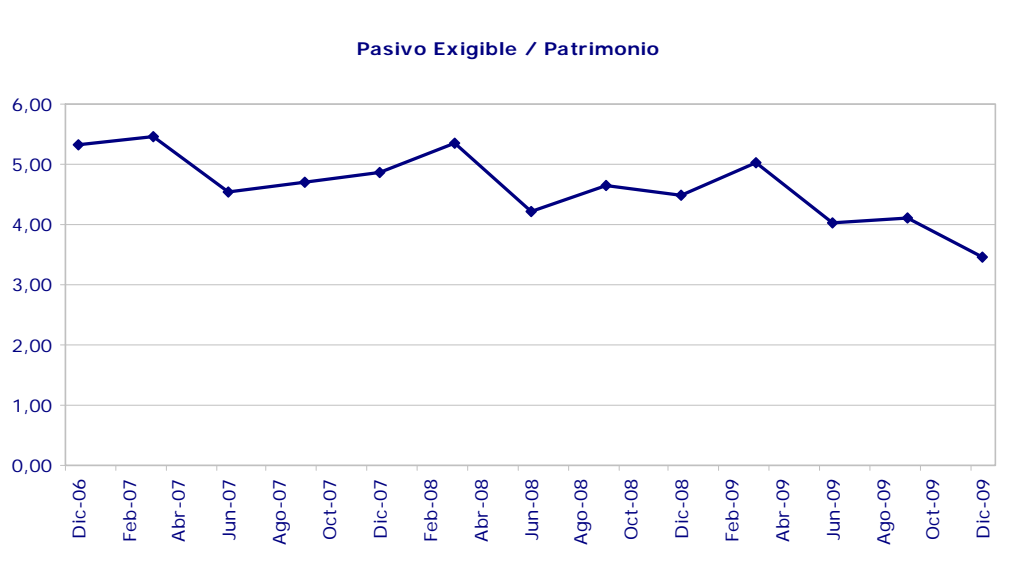
En relación con los gastos financieros, el EBITDA muestra una relación relativamente variable, pero estabilizándose en los últimos periodos en torno a un indicador de 5,0 veces. Lo anterior se ve afectado por la diferencia de pagos para servir su deuda financiera que debe efectuar la concesionaria en los distintos periodos y el aumento que ha experimentado el EBITDA.

EBITDA / Gastos Financieros

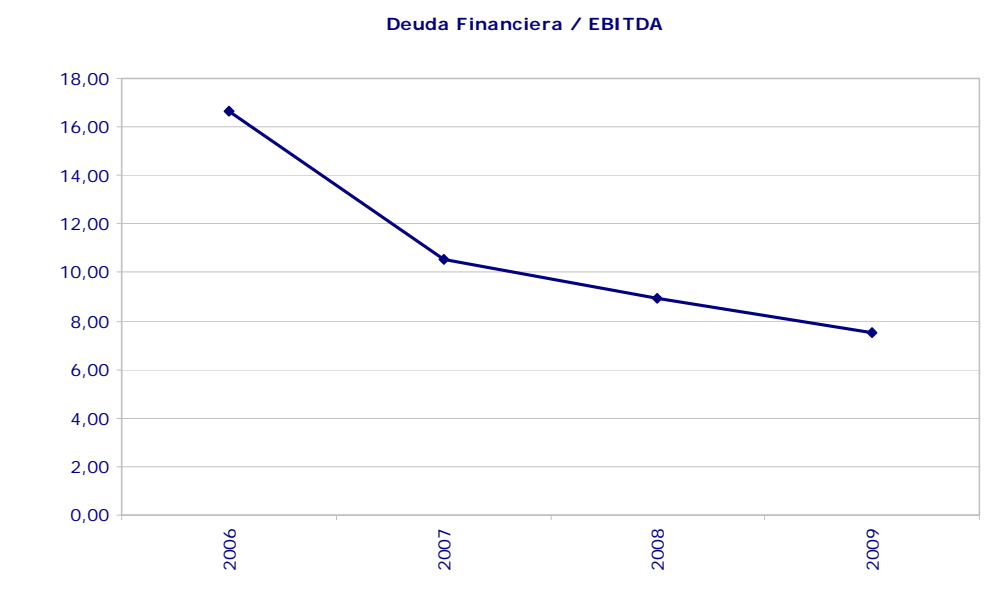


Endeudamiento

El endeudamiento, medido como pasivo exigible sobre patrimonio muestra una relación algo variable en los últimos periodos con una tendencia a la baja, la que se debe a los cambios en el patrimonio de la sociedad concesionaria, producto de las utilidades generadas y acumuladas en los periodos correspondientes.



La deuda financiera, medida sobre el EBITDA, muestra una clara tendencia a la baja año tras año. Esto se debe, principalmente, al aumento sostenido que ha tenido el EBITDA en los años de operación.



“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 las bases de licitación (BALI); 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. En la eventualidad que el proceso de expropiación retrase la ejecución de la obra, el MOP debe compensar al concesionario por los perjuicios que tuviere.

En cuanto a los bienes y derechos que la sociedad concesionaria adquiera con motivo del contrato de concesión, no podrán ser enajenados separados a ésta última, hipotecadas o gravadas 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 que se hubiesen exigido 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 el percibir los ingresos por el cobro de tarifas y otros ingresos derivados de servicios complementarios menores (eje. Publicidad). El cobro de peaje se reajusta anualmente en función del IPC acumulado más un incremento real de 3,5%

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 correspondiere. 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 aceptaren 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.