



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Reseña Anual

A n a l i s t a

Gonzalo Neculmán G.

Tel. 56 – 2 – 433 52 00

gonzalo.neculman@humphreys.cl

Sociedad Concesionaria Autopista Central S.A.

Septiembre 2011

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 2011

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	13.000.000	5,3%	Semestral	12.902.500	15 Diciembre 2026
	A2	500	5,3%	Semestral	496	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	43.600.509	45.780.621	61.445.390	75.024.600	83.630.224
Costo Explotación	-14.034.280	-16.978.453	-19.525.718	-21.388.299	-27.570.972
Gasto Admin. y Venta	-11.061.360	-11.865.076	-11.145.896	-12.597.176	-11.273.700
Resultado Operacional	18.504.869	16.937.092	30.773.776	41.039.125	44.785.552
Ebitda	26.689.698	26.371.691	42.326.491	53.245.957	55.886.613
Utilidad Neta	25.492.556	-7.691.944	10.336.312	7.904.828	30.919.890

¹ Julio de 2011

Balance General Individual

Cifras en Miles de \$	2005	2006	2007	2008	2009
de Jun-10					
Activo Circulante	46.827.467	38.403.610	54.741.273	40.713.487	46.134.576
Activo Fijo	465.029.637	482.969.740	510.565.022	546.242.937	521.758.618
Otros Activos	39.175.781	48.286.507	63.916.395	95.986.704	113.460.720
Total Activos	551.032.885	569.659.857	629.222.690	682.943.128	681.353.914
Pasivo Circulante	23.416.964	11.633.563	10.496.089	10.682.051	13.985.158
Pasivo Largo Plazo	431.820.333	467.910.942	511.606.400	547.702.350	514.754.993
Patrimonio	95.795.588	90.115.352	107.120.201	124.558.727	152.613.763
Total Pasivos	551.032.885	569.659.857	629.222.690	682.943.128	681.353.914

EERR Consolidado IFRS

M\$	Jun -11	Jun -10
Ingresos de actividades ordinarias	45.247.638	45.416.910
Otros gastos por naturaleza	11.646.503	15.218.905
Gasto por beneficios a empleados	2.253.557	2.385.771
Costos financieros	19.783.474	18.756.576
Ganancia	4.909.930	3.258.038

Balance General Consolidado, IFRS

M\$	Jun-11	Dic-10
Activos Corrientes	64.545.114	62.143.629
Activos No Corrientes	492.324.190	488.853.478
Total Activos	556.869.304	550.997.107
Pasivos Corrientes	22.306.469	20.640.838
Pasivos No Corrientes	477.345.268	467.878.531
Patrimonio	57.217.567	62.477.738
Total Pasivos y Patrimonio	556.869.304	550.997.107

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 2011 la sociedad concesionaria disponía de recursos líquidos por cerca de \$ 12.900 millones, lo que equivale a aproximadamente 3,7% 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 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 2011 la empresa generó ingresos por actividades ordinarias que ascendieron a \$ 45.247 millones, lo que representa un 0,3% menos que los ingresos del mismo periodo del año anterior. En el mismo período, los otros gastos por naturaleza alcanzaron un monto de \$ 11.646 millones, lo que significó una disminución de 23,5% respecto a aquellos meses del 2010. Por su parte los gastos por beneficios a empleados alcanzaron los \$ 2.253 millones, implicando una disminución de 5,5% respecto al primer semestre de 2010.

Los costos financieros alcanzaron \$ 19.783 millones durante el primer semestre de 2011, lo cual es 5,47% mayor a los costos financieros del año anterior, estos se ven aumentados respecto al año anterior producto de diferencias de tipo de cambio.

La ganancia ascendió a \$ 4.036 millones, implicando un aumento de 47,6%, debido fundamentalmente a menores gastos por naturaleza.

A junio de 2011, la sociedad concesionaria posee activos por \$ 556.869 millones, lo cuales son financiados con \$ 499.651 millones de pasivos exigibles y \$ 57.517 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:

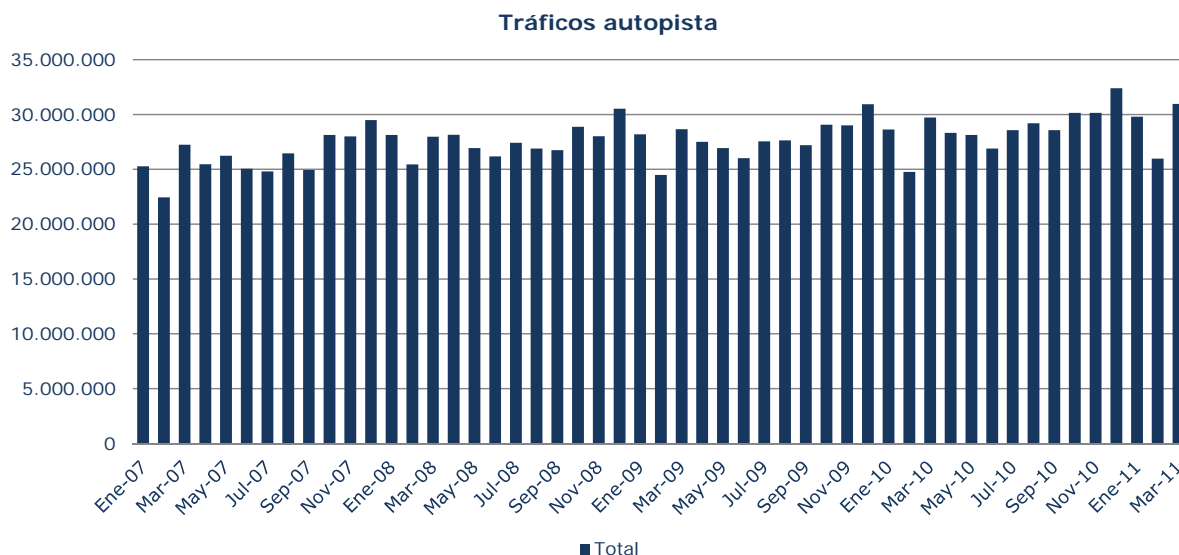
Eje Vial	Tramo	Longitud (Km)	Longitud Total
Norte - Sur	Tramo 1 (A): Río Maipo - Las Acacias	14,75	39.47
	Tramo 2 (B1): Las Acacias - Carlos Valdovinos	10,88	
	Tramo 3 (B2): Carlos Valdovinos - Río Mapocho	5,30	
	Tramo 4 (C1): Río Mapocho - Domingo Sta. María	2,85	
	Tramo 5 (C2): Domingo Sta. María - 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	

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.

Tráfico

En los últimos cuatro años los vehículos livianos (autos y camionetas) han representado en torno al 83,6% del tráfico total de la autopista, por su parte los vehículos pesados representan el 16,3% promedio de las pasadas por los pódicos. Lo anterior señala que el tráfico y los ingreso de la autopista está 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 infraestructuras en autopistas, telecomunicaciones, aeropuertos, estacionamientos y parques logísticos. Está presente en 17 países de tres continentes.

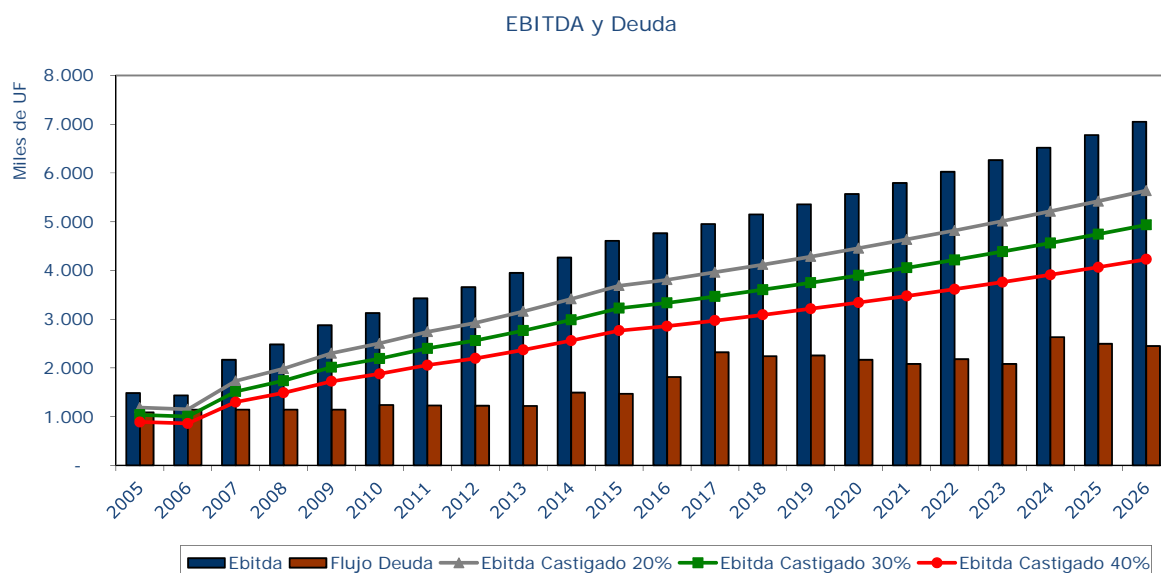
A junio de 2011 la distribución de la propiedad se daba de la siguiente forma:

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

Análisis financiero

Proyecciones de EBITDA y pago de bonos

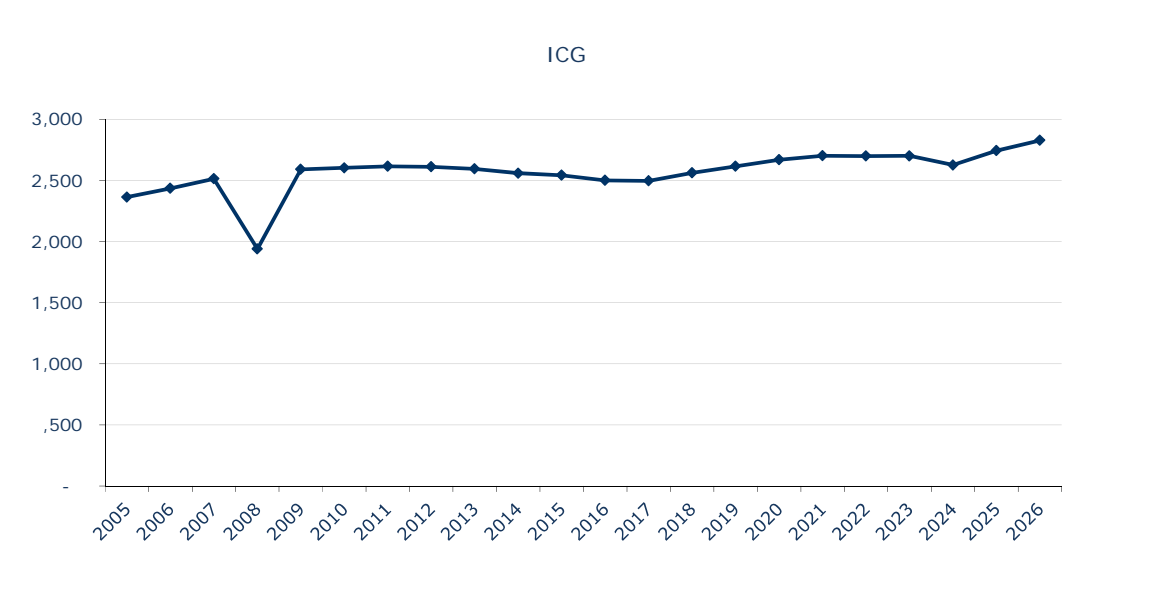
Las proyecciones efectuadas en relación con los flujos de la concesionaria son de exclusiva elaboración y responsabilidad de **Humphreys**, por lo tanto, bajo ningún contexto, comprometen o representan la opinión de terceros ajenos a las administraciones de la clasificadora. Para la confección de los flujos futuros, **Humphreys** tomó en consideración los estudios de tráfico existentes inicialmente (previo al inicio de las operaciones de la autopista) 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 cociente 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:

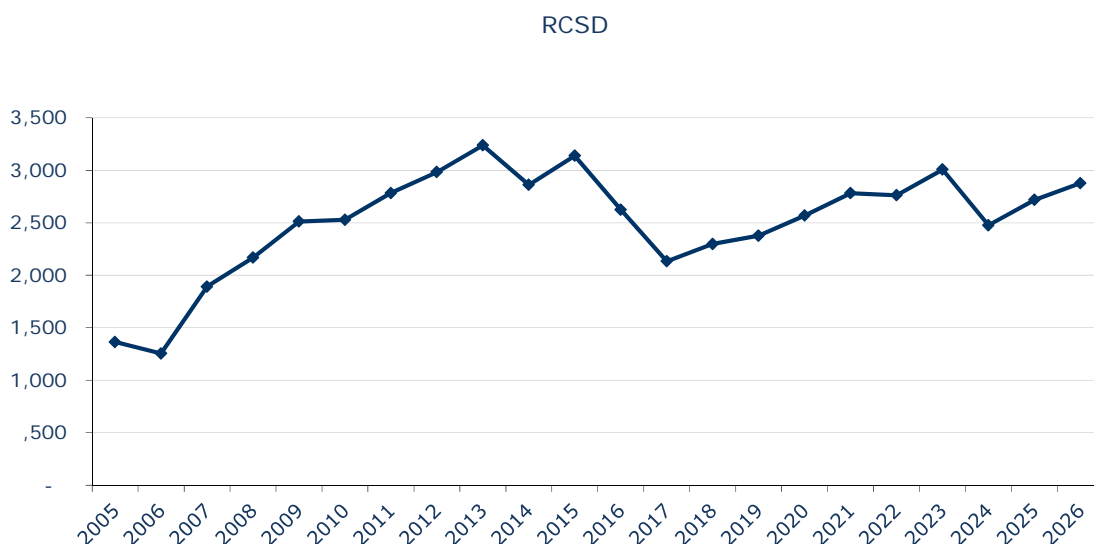


Adicionalmente, la clasificadora efectúa un análisis dinámico de los indicadores de cobertura. De esta forma, y en relación al modelo aplicado por **Humphreys**, la concesionaria presenta niveles de cobertura y probabilidades de caídas abruptas que le otorgan una solvencia correspondiente a la familia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

Por su parte, la razón de cobertura de servicio de la deuda³ (RCSD) muestra para cada periodo 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 tener 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, superior a sus pares. El indicador y su proyección se muestran a continuación:

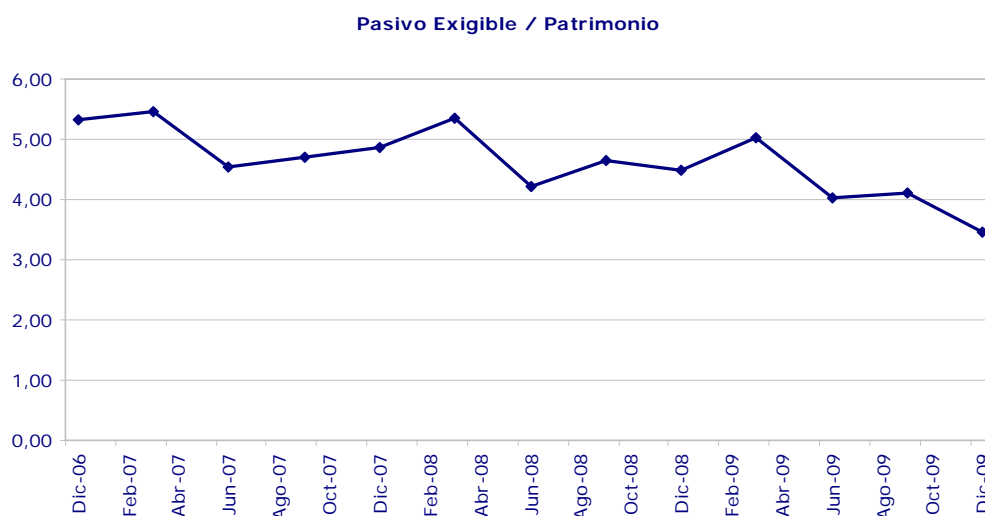
² Para los años 2005, 2006, 2007, 2008, 2009 y 2010 se usan los datos reales para el cálculo del indicador; a partir de 2011 se proyecta en bases a supuestos utilizados por **Humphreys**.

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

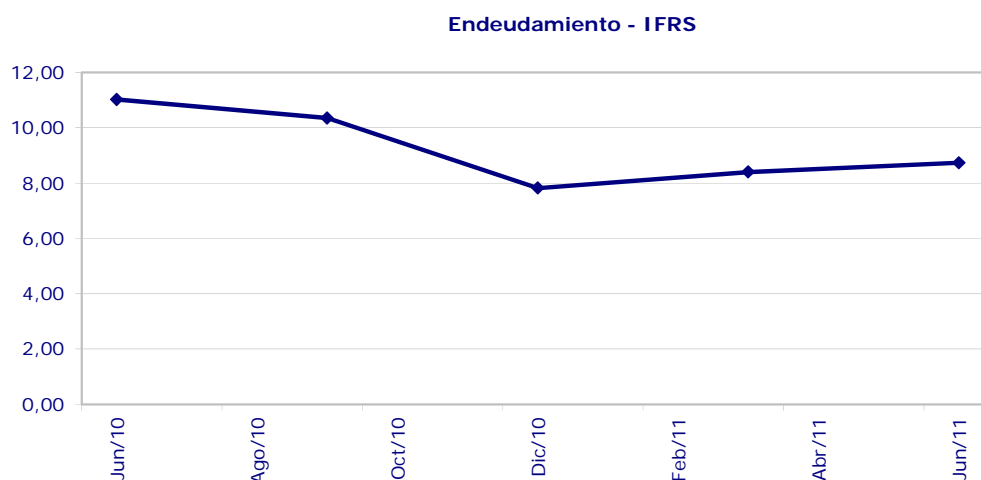


Endeudamiento

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.



En relación al indicador en IFRS, se puede observar un aumento importante el indicador de endeudamiento medido como pasivo exigible sobre patrimonio, este aumento se debe principalmente a la revalorización del patrimonio de la compañía bajo esta nueva norma, en donde se produjo una baja importante en el patrimonio contable llevado a IFRS, producto principalmente a la eliminación de la corrección monetaria y el ajuste de los bonos a su costo amortizado.



“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”